



RESUMOS DA FUNDAÇÃO ► 10

Dívida indexada ao PIB na economia portuguesa

Gonçalo Pina

- A coleção Resumos da Fundação pretende levar até si as ideias-chave dos Estudos da FFMS de uma forma sintética, linear e clara. Para quem gosta da conclusão mais perto do início.

Dívida indexada ao PIB na economia portuguesa

Gonçalo Pina



Largo Monterroio Mascarenhas, n.º 1, 7.º piso
1099-081 Lisboa
Telf: 21 001 58 00
ffms@ffms.pt

Diretor de publicações: António Araújo
Diretor da coleção Resumos da Fundação: João Tiago Gaspar
Título: Dívida indexada ao PIB na economia portuguesa
Autor: Gonçalo Pina
Revisão de texto: Sara Nogueira
Design: Inês Sena
Paginação: Guidesign
Impressão e acabamento: Guide Artes Gráficas

© Fundação Francisco Manuel dos Santos e Gonçalo Pina
Junho de 2020

ISBN: 978-989-9004-60-3

As opiniões expressas nesta edição são da exclusiva responsabilidade dos autores e não vinculam a Fundação Francisco Manuel dos Santos. O autor desta publicação adota o novo Acordo Ortográfico. A autorização para reprodução total ou parcial dos conteúdos desta obra deve ser solicitada ao autor e ao editor.

Dívida indexada ao PIB na economia portuguesa

Introdução	9
1. A dívida pública contingente	13
2. A experiência portuguesa com dívida indexada ao PIB	25
3. Exercícios contrafactuais para o uso da dívida pública contingente em Portugal	39
Conclusão	47
Agradecimentos	49
Lista de abreviaturas	51
Glossário	53
Saber mais	57
Autor	61

Introdução

A dívida pública é frequentemente atingida por crises. Existem vários exemplos de governos que deixaram de ter condições para pagar a dívida previamente acumulada, as chamadas crises de insolvência, ou que perderam o acesso aos mercados financeiros e ficaram impossibilitados de gerir a dívida no curto prazo, normalmente referidas como crises de liquidez. Algumas falhas de pagamento são evitadas recorrendo a intervenções externas, por exemplo, ao Fundo Monetário Internacional (FMI). Estas crises têm sido comuns em Portugal, que, nos últimos 200 anos, contabilizou quatro episódios de incumprimento no pagamento da dívida, em 1828, 1837–1841, 1850–1856 e 1892–1901, e recorreu a intervenções externas, através de programas de assistência financeira do FMI, em 1977–78, 1983 e, juntamente com a União Europeia, em 2011.

Estas crises têm custos económicos e sociais muito elevados. Normalmente, levam a uma redução significativa da atividade económica e aumentam o desemprego e a emigração. Os programas de assistência financeira incluem políticas de austeridade, nomeadamente aumentos de impostos e redução de gastos públicos, que afetam negativamente a economia no curto prazo. A tendência recente de acumulação de mais dívida, especialmente junto de investidores internacionais, faz com que as crises de dívida sejam ainda mais devastadoras.

Com o intuito de melhorar o funcionamento dos mercados de dívida, tem sido proposto emitir a chamada dívida contingente, isto é, indexar ou ligar os pagamentos ou o nível da dívida do país devedor a variáveis económicas como o Produto Interno Bruto ou o preço de exportações importantes para um país, como o preço do petróleo. A dívida pública atual é quase exclusivamente não contingente. Neste tipo de dívida os pagamentos não dependem automaticamente do estado da economia e apenas são reduzidos em casos extremos de incumprimento ou de reestruturação da dívida. Muitas vezes, estas reduções chegam tarde demais para evitar uma crise de dívida e os custos económicos a ela associados.

Indexar os pagamentos da dívida à situação da economia permite ao Estado pagar mais quando a situação económica é boa e pagar menos quando a situação económica é má, funcionando como um estabilizador automático na gestão da dívida. Além disso, a indexação permite aos governos assegurarem níveis de dívida mais sustentáveis, especialmente durante as fases de abrandamento económico, e aos mercados de dívida pública serem mais estáveis e menos propensos a crises.

Este debate chegou recentemente ao Grupo dos Vinte (G20). Por exemplo, no ponto 11 do comunicado dos Ministros das Finanças e dos Governadores dos Bancos Centrais do G20, que reuniram de 23 a 24 de julho de 2016, em Chengdu, na China, afirma-se: «Apelamos a uma análise mais aprofundada dos aspetos *técnicos, oportunidades e desafios dos instrumentos de dívida contingente*, incluindo as obrigações indexadas ao Produto Interno Bruto (PIB)». Em outubro de 2016, economistas do Banco de Inglaterra, juntamente com

advogados e banqueiros privados, publicaram um modelo para a emissão de obrigações do tesouro indexadas ao PIB.

A história da dívida pública contingente precede esta discussão. Se analisarmos a dívida pública de vários países ao longo dos últimos 150 anos encontraremos várias situações em que os pagamentos ou a maturidade da dívida dependiam diretamente de variáveis económicas, tais como o PIB, outras medidas de produção, preços de matérias-primas, salários, receitas e até algumas catástrofes naturais. No entanto, e apesar de as crises de dívida continuarem a ocorrer, acarretando frequentemente custos elevados, o uso deste tipo de instrumentos de dívida continua bastante limitado.

Este projeto investiga um número de questões importantes para perceber o potencial e os desafios dos mercados deste tipo de dívida, nomeadamente:

- Que exemplos de dívida contingente existem?
- Porque é que estes mercados continuam tão limitados?
- Que modelos de dívida contingente funcionam e que modelos devem ser evitados?
- Este tipo de dívida pode melhorar o funcionamento dos mercados de dívida soberana e aumentar a sustentabilidade da dívida pública?
- Em que circunstâncias se deve emitir este tipo de dívida?

Este estudo visa responder a estas perguntas, designadamente prestando três contributos principais. Primeiro, desenvolve uma base de dados inovadora que cobre de forma exaustiva os exemplos de dívida pública contingente, com um enfoque especial no desenho dos títulos de dívida e na análise do seu desempenho no mercado. Segundo, desenvolve um modelo de endividamento público com dívida indexada ao PIB e aplica-o a Portugal. Terceiro, num documento adicional desenvolvido como complemento ao projeto, estuda uma das razões pelas quais os mercados de dívida pública contingente são relativamente pequenos, isto é, o facto de os benefícios caírem de forma desproporcionada para os países devedores, diminuindo o interesse nestes produtos por parte dos credores.

Este resumo procura expor as principais conclusões do estudo *GDP-Linked Bonds in the Portuguese Economy*, editado pela Fundação Francisco Manuel dos Santos. Poderá aceder gratuitamente ao estudo completo em ffms.pt.

1. A dívida pública contingente

O que é a dívida pública contingente? O que a distingue da dívida pública tradicional? E que vantagens e desvantagens traria se fosse adotada?

A dívida pública contingente consiste numa dívida contraída diretamente pelo Estado, em que os juros ou o montante final devido são indexados ao desempenho e à evolução da economia, através de variáveis reais ou nominais. Em contraste, na dívida pública tradicional não há qualquer ajustamento dos pagamentos em função do estado da economia, com a exceção de situações de crise ou de reestruturação de dívida. Entre os exemplos de variáveis reais encontramos o crescimento do PIB (em termos reais), isto é, a evolução da atividade económica excluindo o efeito da inflação nos preços, e o nível de produção de uma exportação importante para a economia do país. Exemplos de variáveis nominais incluem as receitas de impostos, ou o preço e o valor total das exportações.

Normalmente, os pagamentos da dívida contingente têm uma relação positiva com as condições económicas. Quando a economia cresce mais do que o esperado, ou o valor das exportações aumenta, os pagamentos são mais elevados. Quando a economia cresce menos do que o esperado, ou o valor das exportações cai, os pagamentos são reduzidos. Alternativamente, a contingência pode ser definida de acordo com a maturidade da dívida, ou seja, com a

data de vencimento da mesma. Assim, o pagamento pode ser antecipado quando a economia está num estado positivo e atrasado quando a economia está num estado negativo.

Ao contrário dos incumprimentos ou renegociações que ocorrem frequentemente nas crises de dívida, as eventualidades explicitadas pelos instrumentos de dívida contingente são desde logo prescritas no contrato de dívida e, por isso, mais facilmente aplicáveis, evitando batalhas legais ou custos elevados de reputação para os devedores. Essa previsibilidade parece ser uma das grandes vantagens em comparação com a dívida pública tradicional.

A dívida pública contingente emitida nos últimos 150 anos é extremamente heterogénea, quer no que respeita à variável à qual a dívida está indexada, quer no que respeita aos mecanismos de pagamento utilizados. O projeto que aqui apresentamos desenvolveu uma nova base de dados que recolhe informação sobre os detalhes técnicos dos contratos e ainda sobre os fatores determinantes para o sucesso deste tipo de instrumentos. A base de dados contém, atualmente, 34 entradas. A Tabela 1 indica o governo emissor, o nome do instrumento de dívida e o tipo de título para cada entrada. Para simplificar, o foco é limitado às primeiras emissões, ou seja, quando um instrumento é substituído por outro semelhante, a entrada considerada na base de dados refere-se à primeira emissão.

Tabela 1. Entradas na base de dados em janeiro de 2019

Governo	Instrumento de dívida	Tipo de título
Argélia	Empréstimo indexado ao preço do petróleo	Empréstimo
Argentina	<i>Warrant</i> indexado ao crescimento	<i>Warrant</i>
Bolívia	Obrigação indexada ao preço do estanho	Obrigação
Bósnia e Herzegovina	Obrigações indexadas ao PIB	<i>Warrant</i>
Bulgária	Juros adicionais pagos	<i>Warrant</i>
Burkina Faso, Mali, Moçambique, Senegal, Tanzânia	Empréstimos contrac�clicos	Empréstimo
Estados Confederados da América (1861–1865)	Obrigações indexadas ao preço do algodão	Obrigação
Costa Rica	Direitos de recuperação de valor	<i>Warrant</i>
França	Pinay Ouro	Obrigação
França	Pinay Produção Industrial	Obrigação
França	Rentes Giscard	Obrigação
Grécia	Título indexado ao PIB	<i>Warrant</i>
Grenada	Cláusula de furacão	Obrigação
Grenada	Obrigação indexada à receita fiscal	Obrigação
Vários países*	Empréstimos Petrocaribe da Venezuela	Empréstimo
Honduras	Obrigação indexada ao PIB	<i>Warrant</i>
Índia	Obrigação indexada ao preço do petróleo	Obrigação
Índia	Obrigação de Ouro	Obrigação
Costa do Marfim	Obrigação indexada ao PIB	<i>Warrant</i>
Malásia	Empréstimo Citibank	Empréstimo
México	Petrobonos	Obrigação

* Guiana, Nicarágua, Haiti, Belize, Jamaica, Ant gua, Dom nica, Grenada, São Cristóvão e Nevis, São Vicente e Granadinas e República Dominicana.

Governo	Instrumento de dívida	Tipo de título
México	Direitos de recuperação de valor	<i>Warrant</i>
México	CatMex	Obrigações
México	Multicat	Obrigações
Nigéria	Garantia de ajuste de pagamento	<i>Warrant</i>
Papua-Nova Guiné	Empréstimo Metallgesellschaft	Empréstimo
Peru, Colômbia, Chile, México, Chile	Obrigações de catástrofe	Obrigações
Portugal	Certificados do tesouro indexados ao PIB	Obrigações
Singapura	Novas ações de Singapura, ações de reestruturação económica	Ação
Turquia	Obrigações indexadas à receita fiscal	Obrigações
Ucrânia	<i>Warrant</i> indexado ao PIB	<i>Warrant</i>
Uruguai	Direitos de recuperação de valor	<i>Warrant</i>
Uruguai	Obrigações indexadas ao salário nominal	Obrigações
Venezuela	Obrigações de pagamento indexadas ao preço do petróleo	<i>Warrant</i>

Características mais comuns da dívida pública contingente

O primeiro exemplo de dívida pública contingente ocorreu em 1863 com a emissão de obrigações ligadas ao preço do algodão, nos então denominados Estados Confederados da América, uma entidade política resultante da secessão de alguns estados federados dos Estados Unidos da América, ocorrida em 1861, e que viria a ser derrotada na Guerra Civil Americana (1861–1865). Seguiram-se algumas emissões em meados do século XX, muito embora os dois desenvolvimentos principais tenham ocorrido com as obrigações Brady, na década de 1990, que incluíam a emissão de *warrants*

contingentes, e com o interesse renovado nestes instrumentos após o ano 2000, nomeadamente em Portugal.

Existem três tipos principais de títulos de dívida com características contingentes: obrigações, *warrants* e empréstimos. As obrigações e os *warrants* são tradicionalmente emitidos para o público, enquanto os empréstimos são emitidos diretamente para investidores oficiais ou privados, normalmente bancos. A principal diferença entre uma obrigação e um *warrant* é que os *warrants* são concebidos de forma a que as contingências apenas aumentem os pagamentos, impossibilitando que se diminuam pagamentos quando a economia cai. Sem surpresa, os *warrants* são tradicionalmente emitidos como pagamentos adicionais para obrigações não contingentes em acordos de reestruturação de dívida. A análise dos dados permite-nos concluir que as obrigações e os *warrants* representam a maior parte das emissões de dívida pública contingente, cerca de 45% e 35%, respetivamente.

Os instrumentos de dívida contingente podem ser indexados a variáveis como a produção e o rendimento (em montante total ou em taxa de crescimento), os preços das exportações e das importações, as receitas públicas e as catástrofes naturais. A dívida ligada ao preço de produtos exportados representa cerca de 40% das emissões, enquanto a dívida ligada ao PIB totaliza cerca de 30%.

A maioria destes títulos de dívida, cerca de 60%, são emitidos exclusivamente em moeda estrangeira, e cerca de 20% são emitidos exclusivamente em moeda doméstica. Os instrumentos de dívida contingente tendem a ter uma maturidade

relativamente longa, entre 10 a 20 anos, mas subsiste uma variação substancial a este respeito. Cerca de 40% dos instrumentos de dívida estão inicialmente ligados a obrigações não contingentes ou a empréstimos tradicionais, ou seja, a outros instrumentos de dívida sem indexação, não sendo possível deter um sem o outro. Praticamente metade destes títulos não podem ser transacionados em mercados secundários.

A contingência incluída no instrumento de dívida pode ser positiva, negativa ou ambas. A definição de contingência baseia-se nas consequências económicas para o Estado devedor. Se o instrumento pagar mais, ou mais cedo, em períodos económicos favoráveis, é registado como tendo uma contingência positiva. Se pagar menos ou alargar a maturidade em períodos de conjuntura desfavorável, é registado como tendo uma contingência negativa. A maioria dos instrumentos permitem apenas contingências positivas explícitas, sendo que 20 % incluem contingências positivas e negativas.

Em relação ao desempenho destes títulos, cerca de metade das emissões de dívida contingente ocorreram como parte de uma reestruturação de dívida. Por exemplo, a primeira grande vaga de títulos contingentes fez parte das obrigações Brady e as grandes emissões recentes, na Argentina, na Grécia e na Ucrânia, também foram incluídas em reestruturações de dívida. As contingências foram ativadas pelo menos uma vez em quase 80 % destes títulos.

Em suma, uma emissão típica de dívida pública contingente, não tendo em conta os volumes de emissão, é uma obrigação ligada ao preço internacional de um produto primário

exportado, emitida fora de uma reestruturação de dívida, com uma maturidade de 15 anos, transacionável em mercados secundários e apresentando apenas contingências positivas ativadas, pelo menos, uma vez. O estudo descreve variáveis adicionais presentes na base de dados, incluindo detalhes relativos a estas contingências e desafios da dívida pública contingente que limitam a adesão a este tipo de dívida.

Lições retiradas das experiências de dívida pública contingente

Dada a complexidade destes instrumentos de dívida, é crucial limitar qualquer ambiguidade em relação ao cálculo dos pagamentos contingentes e ao potencial de incumprimento da dívida. Assim sendo, um determinado título de dívida deve definir ao pormenor qual a estatística que determina a contingência e o que acontecerá se houver mudanças na forma como aquela estatística é calculada.

Além dos riscos presentes numa dívida tradicional, a dívida contingente é suscetível de expor os investidores a riscos adicionais, que têm de ser compensados através de prémios de risco, podendo tornar a dívida contingente mais cara. Estes incluem um prémio de novidade, um prémio de liquidez e prémios de incerteza relacionados com manipulação estatística, risco cambial ou controlo de capitais.

O objetivo da dívida contingente é indexar os pagamentos a uma variável que faça jus ao estado da economia, ou seja, que represente de forma fidedigna e instantânea as condições económicas do país devedor. No entanto, uma variável que

descreva competentemente o estado atual da economia poderá não ser tão útil no futuro. Este problema é agravado quando a maturidade da dívida é muito longa, uma vez que é mais difícil avaliar os riscos e as variáveis relevantes a longo prazo.

Outra questão importante prende-se com o mecanismo que liga a dívida à situação económica. Fazer esta ligação através de um pagamento periódico da dívida, um cupão indexado, é mais popular junto dos investidores. Porém, este tipo de ligação tem um efeito menor na sustentabilidade do *stock* de dívida e na redução da probabilidade de uma crise de dívida, quando comparada com uma ligação ao montante total da dívida, normalmente referido como capital.

Ligar a dívida ao crescimento da atividade económica, e não ao nível da atividade económica, também parece ser mais popular nestes mercados. Contudo, esta opção expõe o Estado a situações em que o crescimento é elevado, mas a economia permanece abaixo do seu potencial, nomeadamente após uma recessão profunda. Esta situação pode atrasar a recuperação económica se o pagamento dos juros implicar o aumento dos impostos ou cortes nos gastos públicos. Uma solução para esta dificuldade consiste em definir limites máximos para os pagamentos da dívida ligada ao crescimento, ou em determinar os pagamentos com base numa combinação do crescimento e do nível total de atividade económica.

Uma vez que a produção de estatísticas relevantes demora algum tempo, os pagamentos referentes a uma situação favorável da economia podem vir a ocorrer durante uma

recessão ou crise. Se os pagamentos forem baseados em estatísticas preliminares e estas contiverem erros substanciais a confiança nestes títulos de dívida pode ficar seriamente comprometida.

A dívida baseada em subscrições, em que os termos da dívida são afixados e os credores decidem quanto comprar, transfere o controlo do montante de dívida para os investidores. Isto pode ser problemático quando os termos da dívida estão desatualizados em relação ao estado da economia. Nesse caso, será importante manter o controlo sobre a quantidade de dívida emitida ou indexar também as taxas de juro de base a taxas de referência do mercado.

A dívida contingente pode criar incentivos perversos para o governo, que pode alterar as suas políticas para evitar pagamentos em períodos favoráveis ou manipular as estatísticas, especialmente quando os pagamentos se baseiam em dados que podem ser corrigidos antes de terem consequências políticas. Uma forma de evitar este problema é calcular contingências apenas em relação a variáveis exógenas, ou seja, variáveis sobre as quais o governo tem pouco ou nenhum domínio, mas que são importantes para a economia, como por exemplo, catástrofes naturais ou o preço de algumas exportações. No caso português, variáveis como o valor total das exportações ou as receitas do turismo são razoavelmente exógenas a curto prazo.

Um outro possível incentivo negativo para o governo é o facto de a dívida ligada ao PIB poder levar à emissão de mais dívida quando se perspetiva pouco crescimento,

na expectativa de pagar menos em juros. Todavia, o aumento do montante total da dívida pode levar a uma crise se a situação económica ficar aquém do esperado.

Um aspeto importante prende-se com os potenciais compradores destes títulos de dívida. Os investidores tradicionais em dívida pública estão normalmente interessados nos pagamentos fixos e na liquidez deste tipo de produtos financeiros. A dívida contingente não prevê pagamentos fixos nem terá, pelo menos inicialmente, muita liquidez, ou seja, não será fácil de comprar ou de vender no mercado. Assim sendo, de onde virá a procura para a dívida pública contingente? As opções mais óbvias passam por visar os fundos de pensões ou as poupanças privadas. Os fundos de pensões podem ter mais dificuldade em comprar dívida contingente devido a regulações específicas ou aos custos elevados de cobertura do risco cambial, no caso dos fundos internacionais. Por esse motivo, os fundos de investimento serão, provavelmente, os detentores naturais dos títulos de dívida analisados neste estudo.

A dívida contingente é arriscada e, conseqüentemente, deve ser comercializada como tal. Por outro lado, é importante referir que a vantagem comparativa deste instrumento resulta precisamente do facto de diminuir a probabilidade de uma crise de dívida vir a ocorrer. Assim, os investidores institucionais, como o FMI ou o Mecanismo Europeu de Estabilidade (MEE), poderão desempenhar um papel crucial ao ajudarem os mercados de dívida pública contingente a atingirem os níveis de liquidez necessários, nomeadamente incluindo dívida contingente nas reestruturações de dívida.

Contudo, não deverão manipular os preços destes títulos de dívida nem o funcionamento regular dos pagamentos contingentes, de forma a permitir um desenvolvimento do mercado da dívida pública contingente orgânico e sem distorções.

Ideias-chave

- »» Na dívida pública contingente os pagamentos de dívida são indexados às condições económicas. Enquanto que na dívida pública tradicional não é efetuado qualquer ajustamento automático dos pagamentos de dívida.
 - »» A dívida pública contingente emitida nos últimos 150 anos é extremamente heterogénea, quer no que diz respeito à variável à qual está indexada, como o PIB ou o preço de uma exportação importante, quer no que diz respeito às contingências incluídas nos títulos da dívida.
 - »» As contingências foram implementadas, pelo menos uma vez, na maior parte da dívida pública contingente emitida até hoje.
-

2. A experiência portuguesa com dívida indexada ao PIB

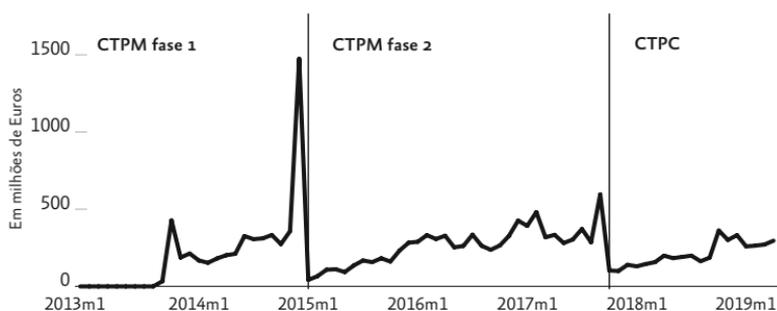
Como correu a experiência portuguesa de dívida indexada ao PIB? Quais foram os seus principais méritos e deméritos? Valerá a pena replicá-la?

Portugal emitiu dois certificados de tesouraria indexados ao PIB. Primeiro, os Certificados do Tesouro Poupança Mais (CTPM), emitidos em 2013 com uma maturidade de cinco anos, que foram substituídos, a partir de 2017, pelos Certificados do Tesouro Poupança Crescimento (CTPC), com uma maturidade de sete anos. Estes certificados não fazem parte de processos de reestruturação de dívida. São vendidos diretamente às famílias, não são transacionáveis e podem ser subscritos por investidores portugueses a qualquer altura, com um limite por indivíduo. Além disso, a taxa de juro base aumenta ao longo do tempo, os certificados contemplam pagamentos adicionais associados ao crescimento real do PIB e os investidores podem liquidar o seu investimento, ou seja, converter o título em dinheiro, após um ano.

Em Portugal, os certificados indexados ao PIB foram emitidos em três séries (2013, 2015, e 2017), existindo diferenças assinaláveis entre elas. Na série dos CTPM de 2013, o cupão nos dois últimos anos de vigência do título está indexado a 80% do crescimento médio do PIB real nos últimos quatro trimestres conhecidos no mês anterior à data do

pagamento dos juros. O governo anunciou a redução da taxa básica de juros em meados de janeiro de 2015, que entraria em vigor no final desse mês, sem, todavia, especificar os detalhes das novas taxas. Essa queda prospectiva das taxas de juros levou a um aumento das subscrições em janeiro de 2015, antes da segunda fase dos CTPM entrar em vigor. A série dos CTPC, iniciada em novembro de 2017, reduziu ainda mais as taxas base e, a partir do segundo ano, incluiu pagamentos variáveis indexados a 40% do crescimento médio real do PIB, uma vez mais nos últimos quatro trimestres conhecidos no mês anterior à data do pagamento dos juros. Estes pagamentos não são corrigidos de acordo com revisões estatísticas. Ambos os instrumentos incluem um pagamento mínimo correspondente à taxa de juro base. Adicionalmente, a série de 2017 incluiu um pagamento máximo de juros referente à taxa de juro base mais 1,2 pontos percentuais.

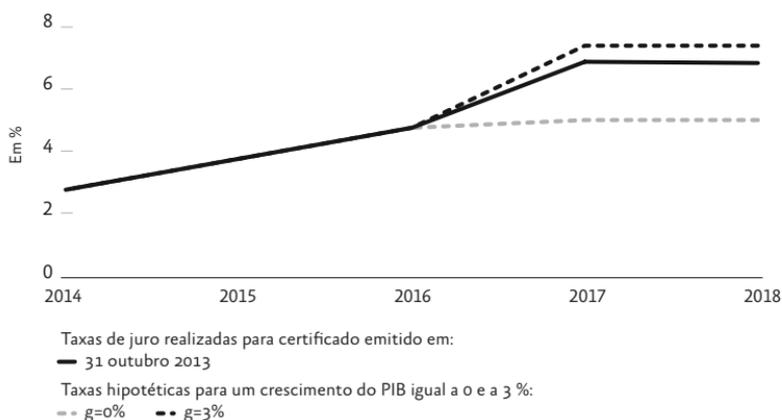
Figura 1. Emissão bruta de certificados do tesouro indexados ao PIB, CTPM (fases 1 e 2) e CTPC



Fonte: IGCP.

A Figura 1 representa o valor bruto da subscrição de certificados do tesouro indexados ao PIB, ou seja, o valor alcançado se se excluirmos os levantamentos por parte dos investidores. O gráfico mostra ainda as três fases dos títulos descritos acima, delimitadas pelas linhas verticais. A primeira fase dos CTPM teve lugar entre outubro de 2013 e janeiro de 2015, a segunda fase dos CTPM entre fevereiro de 2015 e outubro de 2017 e a terceira fase, correspondente à emissão dos CTPC, iniciou-se em novembro de 2017.

Figura 2. Taxa de remuneração bruta dos Certificados do Tesouro Poupança Mais (CTPM)



Fonte: IGCP.

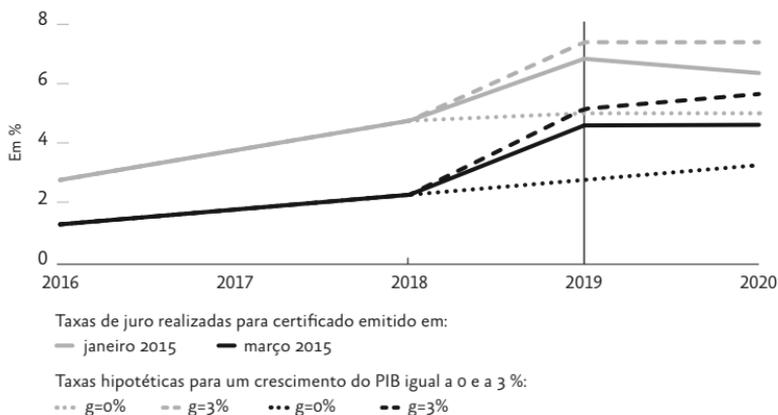
A Figura 2 apresenta a remuneração de um CTPM subscrito aquando da sua introdução, a 31 de outubro de 2013. Dada a sua maturidade de cinco anos, esta subscrição já foi totalmente paga. A linha mais carregada mostra os retornos brutos realizados pelos detentores que mantiveram o título até ao

seu vencimento. As linhas tracejadas mostram os pagamentos hipotéticos para taxas de crescimento constantes do PIB real de 0% e de 3%. A linha que mostra taxas de crescimento iguais a 0% representa igualmente a taxa de juro base dos CTPM.

Este instrumento utilizou taxas de juro de referência elevadas, proporcionando condições básicas bastante generosas aos investidores, que se tornaram ainda mais vantajosas quando a indexação ao PIB entrou em vigor. Além de a economia portuguesa ter recuperado a partir de 2014, as taxas de juro de outros títulos de dívida diminuíram. Estes dois fatores traduziram-se numa elevada rendibilidade em 2017 e 2018, com prémios de indexação de cerca de 2 pontos percentuais e uma rendibilidade bruta próxima dos 7%, substancialmente superior à de outros títulos emitidos por Portugal nessa altura.

As taxas de juro base foram reduzidas no final de janeiro de 2015, como se constata na Figura 3. Este gráfico mostra as taxas realizadas e as taxas contrafactuais para um crescimento médio real do PIB igual a 0% e a 3%, para uma subscrição que ocorreu imediatamente antes da mudança das taxas de juro base em janeiro de 2015, e para outra subscrição que teve lugar imediatamente a seguir. Os dados referentes ao PIB correspondem aos publicados pelo Instituto Nacional de Estatística (INE), em junho de 2019. Os dados respeitantes ao crescimento do PIB, a partir desta data, baseiam-se em previsões do Conselho para as Questões Económicas e Financeiras (ECOFIN), do Banco de Portugal e do FMI, de junho de 2019. Na Figura 3 é possível verificar que o perfil de pagamento é substancialmente reduzido.

Figura 3. Taxa de remuneração bruta dos Certificados do Tesouro Poupança Mais (CTPM)



Fonte: cálculos do autor baseados em dados do IGCP.

Perante esta descida iminente das taxas de referência, registou-se um aumento das subscrições dos CTPM em janeiro de 2015, antes da nova série entrar em vigor. Como se pode observar na Figura 1, durante o mês de dezembro de 2014, e antes do anúncio de alterações nas taxas de juro, as subscrições de Certificados do Tesouro ascenderam a 358 milhões de euros. Durante o mês de janeiro de 2015, antes da alteração das taxas, ainda que depois do seu anúncio, este montante foi de 1474 milhões de euros, cerca de quatro vezes superior. Já em fevereiro de 2015, após a alteração da taxa de juro, as subscrições de Certificados do Tesouro ascenderam apenas a 42 milhões de euros.

Este exemplo expõe um desafio associado às emissões de dívida com base em subscrições. Visto que o Estado não

determina diretamente o montante da dívida, pode acabar por receber uma procura oportunista em função da situação da economia. Neste caso, as condições generosas dos CTPM e a descida das taxas de juro levaram a uma subscrição destes instrumentos maior do que o habitual, em janeiro de 2015, equivalente a cerca de metade de todas as subscrições do ano de 2014 ou de 2015. Uma opção para evitar este tipo de situações seria indexar também a taxa de juro base a um valor de referência de mercado.

Custos associados à revisão dos Certificados do Tesouro Poupança Mais (CTPM)

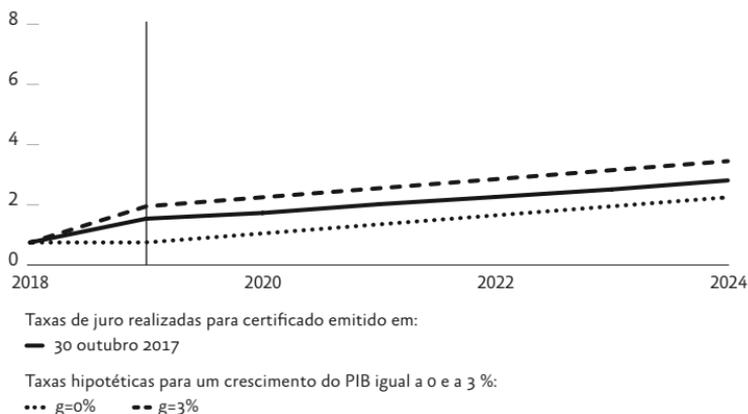
Quando comparado com outras alternativas, este empréstimo, contraído durante o mês de janeiro de 2015, pode ser considerado caro. Porém, construir cenários contrafactuais sobre potenciais poupanças de juros não é um exercício fácil, uma vez que necessitaríamos de perceber se o Estado poderia ter adquirido o mesmo montante usando instrumentos alternativos sem aumentar significativamente os custos totais do portefólio de dívida, e ainda, se teria sido possível manter a informação sobre a mudança dos juros confidencial, evitando assim o aumento nas subscrições dos certificados. Finalmente, é possível que o anúncio da mudança de juros tenha ocorrido devido a uma necessidade de financiamento que pode não ser evidente para os observadores externos.

As respostas a estas perguntas não são evidentes. Todavia, recorrendo aos valores do PIB real para o 1.º trimestre de 2019 e a previsões para os valores futuros, é possível calcular o custo adicional para o Estado, no que respeita aos juros,

face ao aumento das subscrições. Para isso precisamos de partir de algumas premissas. Primeiro, assumimos que a mudança nas taxas de juro não gerou procura adicional por certificados, tendo antecipado apenas a procura para o mês de janeiro. Este pressuposto é consistente com a menor emissão de certificados que se verificou no resto de 2015. Segundo, assumimos que não ocorreram resgates nos títulos indexados ao PIB. Esta hipótese é consistente com o facto de as taxas de base destes títulos de dívida serem generosas quando comparadas com as de outros títulos de dívida.

Com base nestes dois pressupostos, a única diferença no portfólio de certificados do tesouro em relação a um portfólio hipotético, em que não existiu um anúncio antecipado da mudança das taxas de juro, é que, em 2019, um total de subscrições igual a 1,474 mil milhões de euros recebeu um retorno 1,62 pontos percentuais mais elevado, devido a este anúncio. Seguindo estes pressupostos, em 2019, o custo adicional dos juros ascendeu a 24 milhões de euros e prevê-se que venha a ser de 19 milhões de euros, quando estes certificados vencerem, em 2020.

Figura 4. Taxa de remuneração bruta dos Certificados do Tesouro Poupança Crescimento (CTPC)



Fonte: cálculos do autor baseados em dados do IGCP.

A Figura 4 apresenta os cenários de taxas de juro brutas para um certificado CTPC emitido em 30 de outubro de 2017. Em Portugal, a série CTPC é o mais recente produto financeiro que prevê pagamentos ligados ao PIB, apresentando taxas de juro de base mais baixas e um mecanismo de indexação diferente, tal como descrito acima. O retorno previsto é visível na linha mais carregada, enquanto os dois cenários hipotéticos de crescimento estão representados nas linhas tracejadas.

Se analisarmos a Figura 4 com atenção, constatamos que existe um nível substancial de indexação. No caso de uma recessão, em que o crescimento real do PIB é inferior ou igual a zero, os pagamentos desceriam até à linha tracejada mais escura e seriam reduzidos para aproximadamente metade.

O nível de contingência nos certificados do tesouro

Em maio de 2019, existiam cerca de 17 mil milhões de euros em CTPM e CTPC por liquidar, correspondentes a 6,7% da dívida total portuguesa. Qual é o grau de indexação incorporado nestas emissões? Qual é o montante máximo de juros poupado por aqueles títulos? E o que aconteceria se toda a dívida portuguesa fosse indexada como os Certificados do Tesouro Poupança Crescimento (CTPC)? Nos próximos parágrafos procuraremos responder a estas perguntas essenciais, estando os resultados resumidos na Tabela 2.

Tabela 2. Nível de contingência nos certificados do tesouro

Cenário	Redução de juros pagos pelo Estado num ano de crescimento zero ou inferior
I. Estado estacionário hipotético em que toda a dívida de certificados de tesouro é constituída por CTPC	58,7 milhões de euros
II. Em 2019, tendo em conta a composição do portefólio de certificados do tesouro	95,7 milhões de euros
III. Em 2019, se toda a dívida portuguesa fosse indexada como os CTPC	1 187 milhões de euros

Fonte: cálculos do autor baseados em dados do ICGP.

Considere-se, em primeiro lugar, que os 17 mil milhões de euros representam o montante total para este tipo de certificados e que, à medida que o prazo dos Certificados do Tesouro Poupança Mais termina, os investidores se limitam a substituí-los por Certificados do Tesouro Poupança

Crescimento, sem que haja um aumento do total da dívida. Num estado estacionário, ou seja, numa situação em que todas as variáveis são constantes, todos os CTPM chegam à maturidade e o portefólio de certificados indexados é constituído apenas por CTPC. Estes certificados só são indexados ao PIB após o primeiro ano, pelo que num determinado ano, seis em cada sete estão a pagar juros indexados. Utilizando as projecções do FMI a longo prazo para o crescimento real do PIB em Portugal (igual a 1,4%), e assumindo que a taxa de imposto de 28% sobre os juros não se altera, a redução máxima de juros para o Estado português num ano em que a economia registe um crescimento nulo ou negativo, em vez dos 1,4% projetados, ascende a 58,7 milhões de euros.

Suponhamos agora que, em 2019, a economia portuguesa tinha, hipoteticamente, um crescimento real do PIB igual ou inferior a zero. Apesar de os valores do PIB para o último trimestre de 2019 ainda não serem conhecidos na data em que este livro foi escrito, parece bastante improvável que o crescimento do PIB em 2019 seja igual a zero. No entanto, este exercício é exemplificativo do nível de contingências incluídas nestes títulos e potencialmente informativo para recessões futuras.

Calcular o montante de juros reduzidos em 2019 é mais difícil do que fazê-lo para o estado estacionário, uma vez que o portefólio é composto por CTPM e CTPC, com datas de maturidade diferentes. Infelizmente, a Agência de Gestão da Tesouraria e da Dívida Pública (IGCP) não publica a composição do portefólio de certificados por tipo de certificados ou por diferentes datas de emissão, apenas publica o montante

total dos resgates e das subscrições. Porém, visto que num determinado momento apenas foi emitido um tipo de certificado, é possível estimar a composição dos certificados se todos forem mantidos até à maturidade, exceto os mais antigos, que não são indexados.

Usando esta metodologia obtemos, em janeiro de 2019, 13 024 milhões de euros de Certificados do Tesouro Poupança Mais, referentes às fases 1 e 2, e 2891 milhões de euros de Certificados do Tesouro Poupança Crescimento, embora nem todos os CTPC e CTPM sejam elegíveis para pagamento adicional de juros relacionado com o PIB em 2019. Os restantes 524 milhões de euros são certificados de tesouraria mais antigos, não indexados.

Se o crescimento da economia tivesse sido igual ou inferior a zero em 2019, a redução de juros para o Estado seria de 95,7 milhões de euros, cerca de 0,05% do PIB de 2018. Note-se que este número é superior ao do exercício anterior, o que se justifica pelo facto de os Certificados do Tesouro Poupança Mais, que são excluídos do cálculo para o estado estacionário, incluírem um nível de indexação ao PIB mais elevado do que os Certificados do Tesouro Poupança Crescimento.

Em Portugal, o mercado de dívida ligada ao PIB é relativamente pequeno. Todavia, a indexação incluída nos certificados é bastante substancial. Para demonstrar isto, suponhamos que toda a dívida pública direta de Portugal, cerca de 252 mil milhões de euros em maio de 2019, era emitida utilizando um mecanismo semelhante ao dos CTPC, ou seja, um prémio de 40% baseado no crescimento real do

PIB. As poupanças de juros seriam, então, muito maiores. Numa situação em que o crescimento real do PIB é de 0%, em vez dos 1,4% projetados, os pagamentos da dívida seriam reduzidos em cerca de 1187 milhões de euros num ano, ou 0,59% do PIB de 2018, o que representa quase 20% do déficit máximo acordado no Pacto de Estabilidade e Crescimento. Este número já tem em consideração a composição dos detentores da dívida portuguesa e as taxas de tributação diferentes para residentes e não residentes.

Discussão sobre a experiência portuguesa

A experiência portuguesa de dívida pública contingente mostra que, numa economia avançada e fora de um processo formal de reestruturação de dívida, é possível implementar um título de dívida que paga em função do crescimento do PIB. Estes títulos tiveram uma procura robusta e não ocorreram quaisquer problemas com os pagamentos. Os certificados foram um pouco mais caros do que as alternativas de financiamento para o Estado português, mas acabaram por funcionar como uma proteção contra o risco de abrandamento económico e, simultaneamente, desenvolveram o mercado doméstico de dívida pública.

Do ponto de vista dos investidores, a combinação de taxas de juro base generosas e de números positivos para o crescimento real do PIB fizeram com que estes títulos de dívida pagassem mais do que o previsto, o que poderá ter facilitado a implementação dos certificados. Como será a reação a estes títulos de dívida quando a conjuntura económica piorar e as contingências levarem a pagamentos abaixo do previsto?

Outra questão importante está relacionada com o papel das revisões estatísticas que, apesar de não alterarem os pagamentos retroativamente, podem afetar negativamente a percepção pública dos títulos se diferirem substancialmente dos números usados para o cálculo dos pagamentos variáveis. Por exemplo, em setembro de 2019, os números do INE para o crescimento real do PIB foram revistos em alta, de 1,9% para 2% em 2016, de 2,8% para 3,5% em 2017, e de 2,1% para 2,4% no valor provisório para 2018.

Posto isto, considera-se que a experiência portuguesa de dívida pública contingente foi inovadora e bem-sucedida. O próximo passo seria emitir dívida ligada ao PIB transacionável em mercados secundários e aberta a investidores estrangeiros. No contexto atual de taxas de juro muito baixas para as obrigações tradicionais não haverá grandes incentivos a inovar nesta frente, dado que a dívida contingente será provavelmente mais cara do que a dívida tradicional. No entanto, em maio de 2019, o Estado português emitiu dívida pública na China a taxas de juro acima de uma emissão de dívida normal em euros, o que demonstra abertura para explorar novos mercados.

Ideias-chave

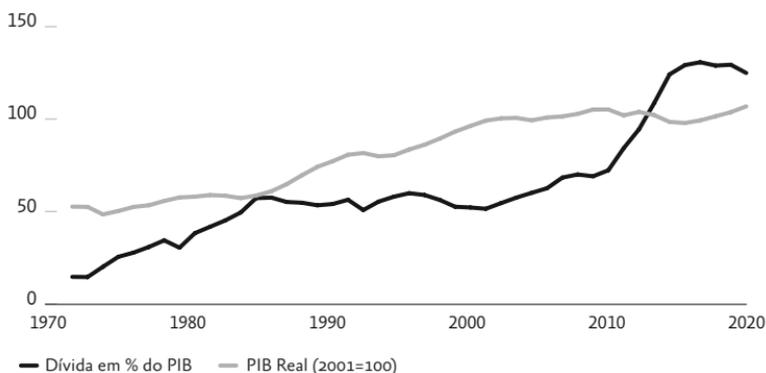
- »» Portugal emitiu dois títulos de dívida indexados ao PIB: os Certificados do Tesouro Poupança Mais (CTPM), em 2013, e os Certificados do Tesouro Poupança Crescimento (CTPC), em 2017.
 - »» Estes certificados totalizavam cerca de 17 mil milhões de euros em maio de 2019, correspondentes a 6,7% da dívida total portuguesa, e tinham o potencial de poupar 95,7 milhões de euros ao Estado português em juros se o crescimento do PIB real fosse igual ou inferior a zero em 2019.
 - »» Se toda a dívida portuguesa fosse indexada como os CTPC, o Estado português pouparia 1187 milhões de euros em juros num ano de crescimento real igual a zero. Este número equivale a 0,6% do PIB de 2018, ou 20% do défice máximo acordado no Pacto de Estabilidade e Crescimento.
-

3. Exercícios contrafactuais para o uso da dívida pública contingente em Portugal

Como evoluiu a dívida pública portuguesa nas últimas décadas? O que teria acontecido se o Estado português tivesse contraído dívida indexada ao PIB em vez de dívida tradicional?

Entre 1970 e 2017, o rácio de dívida pública em percentagem do PIB, em Portugal, aumentou de 14% para 125%, atingindo um máximo de 130%, em 2014. Em junho de 2011, o governo português, sendo confrontado com uma dívida de cerca de 110% do PIB e tendo sido efetivamente excluído dos mercados de dívida, obteve assistência financeira no valor de 78 mil milhões de euros, cerca de 45% do PIB, através de um programa de resgate acordado com o Fundo Monetário Internacional, a Comissão Europeia e o Banco Central Europeu. Este Programa de Assistência Económica e Financeira, que esteve em vigor entre 2011 e 2014, contemplava uma série de medidas de austeridade e de reformas estruturais.

Figura 5. Dívida pública em percentagem do PIB e PIB real



Fontes: dívida das Administrações Públicas para Portugal (Marinheiro, 2006) complementada com dados do Eurostat após 2012. Produto Interno Bruto Real para Portugal medido em dólares norte-americanos fixos em 2010, indexado a 100, em 2001 (dados do Banco Mundial).

A Figura 5 apresenta a evolução da dívida contraída pelo Estado português, em percentagem do PIB, juntamente com o valor do PIB real, entre 1973 e 2017. O rácio da dívida em relação ao PIB está representado em pontos percentuais, e o PIB real está indexado de forma a ter um valor igual a 100, em 2001.

É possível identificar quatro períodos diferentes na relação entre o PIB real e o rácio de dívida. Em primeiro lugar, entre 1974 e 1985, verificou-se um crescimento económico lento e o aumento dos níveis de endividamento. Em segundo lugar, entre 1985 e 2000, registou-se um crescimento económico rápido e uma ligeira diminuição da dívida em relação ao PIB. Em terceiro lugar, no período compreendido entre o ano 2000 e a crise financeira mundial, que teve início em 2007, verificou-se um aumento muito mais lento do PIB real e

um aumento igualmente lento da dívida em relação ao PIB. Finalmente, após 2007, o PIB real diminuiu e permaneceu abaixo dos níveis atingidos em 2007 durante uma década, enquanto o rácio da dívida em relação ao PIB aumentou rapidamente até atingir o seu zénite em 2014, antes de estabilizar.

A dívida pública apresentada até aqui é não contingente. Isto é, nem o nível da dívida nem os pagamentos associados à dívida dependem do estado da economia, excetuando situações hipotéticas de incumprimento ou renegociação da dívida. Teria a economia portuguesa beneficiado se o Estado tivesse contraído dívida contingente, como a indexada ao PIB, em vez de dívida tradicional? Sendo uma pequena economia aberta, Portugal está muito exposto às oscilações da economia mundial, pelo que foi fortemente atingido pela crise financeira global e pela recessão económica mundial atrás referida. A partir de 2008, tanto as exportações como a produção diminuíram substancialmente, e o Estado português enfrentou dificuldades de pagamentos e de financiamento que acabaram por conduzir à crise da dívida soberana e ao resgate de 2011.

A dívida indexada ao PIB vincula os pagamentos da dívida, ou o valor total da dívida, à atividade económica, prescrevendo pagamentos mais elevados quando a economia tem um bom desempenho e pagamentos mais baixos quando a economia tem um desempenho mais fraco. Este capítulo mostra como o rácio da dívida em Portugal teria evoluído em diferentes cenários.

O estudo que deu origem a este resumo descreve em detalhe o modelo teórico, bem como a solução e a estratégia utilizadas para reproduzir a economia portuguesa nas simulações computacionais respeitantes ao período compreendido entre 1973 e 2011. Neste livro apresentam-se os rácios contrafactuais da dívida em relação ao PIB resultantes do modelo para o período após a adesão ao euro. Os benefícios das contingências na dívida incluem a diminuição dos pagamentos de juros durante as crises económicas, o que, por sua vez, diminui a pressão no endividamento total nestes períodos. No entanto, se é verdade que a dívida contingente torna as crises da dívida menos prováveis e aumenta a capacidade de emitir dívida, também é verdade que pode conduzir a um aumento do endividamento total antes de uma crise.

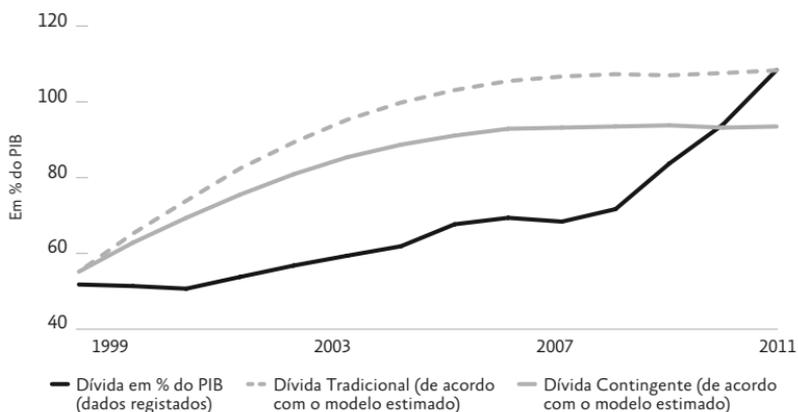
Na Figura 6, a linha tracejada mostra a previsão do modelo que utiliza dívida tradicional não contingente, juntamente com os dados oficiais para a dívida pública portuguesa entre 1998 e 2011. O padrão de acumulação de dívida estimado pelo modelo desenvolvido neste estudo vai ao encontro dos resultados verificados na economia portuguesa. Contudo, o modelo prevê uma acumulação de dívida mais acentuada do que a observada nos dados oficiais entre 1998 e 2007, e mais suave entre 2007 e 2011. É de salientar a possibilidade de o Pacto de Estabilidade e Crescimento, que inclui um limite máximo do rácio da dívida em percentagem do PIB de 60 %, ter distorcido a acumulação ótima de dívida no início da década de 2000, no caso português, e de o modelo ser demasiado simples para descrever convenientemente a dinâmica de acumulação.

A dívida contingente transfere pagamentos de situações económicas desfavoráveis para situações económicas mais vantajosas. Por um lado, quando o produto é maior que a tendência de longo prazo, os pagamentos da dívida são aumentados. Por outro, quando o produto é inferior à tendência de longo prazo, os pagamentos são reduzidos. Assim, os investidores enfrentam duas fontes de risco: o mesmo risco de incumprimento que existia com a dívida tradicional e o risco de flutuações nos pagamentos contingentes.

No fundo, a indexação aumenta a margem orçamental do governo durante os períodos desfavoráveis da economia, visto que as contingências reduzem o risco de incumprimento, e acaba por reduzir o incentivo à acumulação de dívida nas conjunturas favoráveis da economia, uma vez que esta dívida é mais cara. Efetivamente, a indexação reduz o efeito do ciclo económico na dívida. Nesse sentido, permite que os participantes no mercado lidem melhor com a incerteza.

Na Figura 6, a linha contínua menos carregada apresenta os resultados a que chegámos assumindo que toda a dívida é indexada ao PIB real, ou seja, ao PIB calculado a preços constantes que apenas considera o volume dos bens produzidos. Consistente com estimativas de outros autores, a taxa de juro base é 1 ponto percentual mais elevada para refletir a existência de indexação. A análise levada a cabo neste estudo mostra que Portugal teria reduzido significativamente a acumulação de dívida no período que antecedeu a crise se tivesse contraído dívida contingente. Em 2011, à data do resgate, a dívida em percentagem do PIB seria igual a 93,5%, ou seja, 15 pontos percentuais abaixo do observado nos dados oficiais.

Figura 6. Dívida tradicional e contingente



Fontes: cálculos do autor, exceto a dívida em % do PIB que usa as fontes descritas na Figura 5.

O que aconteceria se Portugal emitisse dívida contingente sem ter de pagar taxas de juro base mais elevadas devido à indexação? O estudo mostra que, assumindo a mesma taxa de juro aplicada à dívida tradicional, a dívida seria maior em Portugal com indexação ao PIB real, ou seja, cerca de 111% do PIB. Este resultado é consistente com o aumento da capacidade de emitir dívida quando existe indexação ao PIB. Contudo, por causa da indexação, esta dívida seria agora mais sustentável, uma vez que as reduções nos pagamentos de dívida associados à crise económica, juntamente com a prospetiva recuperação económica, permitiriam ao Estado acumular mais dívida sem afetar a probabilidade de incumprimento.

Ideias-chave

- »» Implementando um modelo económico relativamente simples, este estudo procurou simular a trajetória do rácio de dívida pública em relação ao PIB português. O referido modelo poderá ser utilizado para estabelecer análises contrafactuais sobre a trajetória da dívida pública portuguesa caso esta tivesse sido indexada ao PIB.
 - »» O uso generalizado da dívida pública indexada ao PIB, em Portugal, teria reduzido o nível de dívida em percentagem do PIB de 108,4% para 93,5%, aquando do resgate de 2011.
 - »» Num cenário alternativo, com taxas de juro mais baixas, este rácio teria tido um aumento de 3 pontos percentuais em 2011, contudo, a probabilidade de uma crise de dívida seria menor.
 - »» Se por um lado, a dívida contingente torna as crises da dívida menos prováveis e aumenta a capacidade de emitir dívida, por outro lado, pode conduzir a um aumento do endividamento total.
-

Conclusão

Este trabalho apresenta três contributos principais. Em primeiro lugar, recolhe dados sobre a dívida pública contingente e disponibiliza-os numa base de dados nova. Em segundo lugar, analisa lições importantes para os decisores políticos sobre a conceção e a implementação da dívida pública contingente. Por fim, examina a experiência portuguesa com este tipo de dívida e produz análises contra-factuais para o uso generalizado da dívida contingente em Portugal. No âmbito deste projeto foi escrito um artigo científico adicional, não incluído neste estudo, que demonstra que os credores avessos ao risco são um dos motivos pelos quais o uso deste tipo de dívida é limitado.

A dívida contingente tem o potencial de tornar o endividamento público mais sustentável e menos propenso a crises de dívida. No entanto, como é comum na inovação financeira, comporta outro tipo de riscos, pelo que o desenho correto deste tipo de instrumentos é crucial. Entre outros aspetos, este estudo revela que existiram várias emissões pequenas e muito heterogéneas de dívida contingente, que se assemelham a testes deste novo tipo de dívida.

Portugal desempenhou um papel inovador na emissão de dívida pública, ao emitir dois certificados indexados ao crescimento do PIB real. A análise da *performance* destes certificados indica que permitiriam reduzir o pagamento de juros em 58,7 milhões de euros num ano de crescimento real igual ou

inferior a zero, e em 95,7 milhões de euros se o mesmo ocorresse em 2019. Se toda a dívida portuguesa fosse indexada como os últimos CTPC emitidos, o Estado português reduziria o pagamento de juros em 1187 milhões de euros num ano de crescimento do PIB real igual ou inferior a zero.

Outro contributo deste estudo é usar um modelo estrutural de emissão de dívida para construir contrafactuais com o intuito de estimar o rácio de dívida pública para diferentes níveis de contingências e de taxas de juro. No cenário base, que contempla dívida indexada ao PIB real, Portugal teria usufruído de uma redução de 15 pontos percentuais no rácio da dívida em relação ao PIB, em 2011. Num cenário alternativo, com taxas de juro mais baixas, o rácio da dívida em relação ao PIB, no mesmo ano, teria sofrido um aumento de 3 pontos percentuais, mas seria mais sustentável devido a uma maior capacidade de emitir dívida, decorrente do uso de dívida contingente.

Portugal continua exposto a choques externos significativos devido à importância que as exportações, a política monetária do Banco Central Europeu e os mercados financeiros internacionais assumem na economia portuguesa. Este estudo demonstra que emitir dívida pública contingente permite ao governo ter um portfólio de dívida capaz de absorver melhor os choques externos e ainda reduzir a probabilidade de uma nova crise de dívida. No entanto, realça também alguns desafios e custos associados a este tipo de dívida, que deverão ser tidos em conta pelos decisores de política económica, responsáveis pelas análises de custo-benefício da emissão de dívida.

Agradecimentos

Agradeço à Fundação Francisco Manuel dos Santos pelo apoio a este projeto, particularmente a Mónica Barreiros, João Tiago Gaspar e Gonçalo Saraiva Matias. Agradeço também a dois revisores anónimos, a António Afonso, Fernando Alexandre, Peter Allen, Luís Centeno, José Cardoso da Costa, Mark Joy, Jair Ojeda-Joya, Susana Peralta, António Pina, Jaume Ventura, bem como aos participantes das apresentações no CREi, na Universidade de Santa Clara, na ESCP Europe, na Debt Con 3 e na SWFA pelos seus comentários e sugestões extremamente úteis. Agradeço finalmente a Meryem Masmoudi pelo excelente trabalho de assistência à investigação.

Lista de abreviaturas

CTPM Certificados do Tesouro Poupança Mais

CTPC Certificados do Tesouro Poupança Crescimento

ECOFIN Conselho para os Assuntos Económicos e Financeiros

FMI Fundo Monetário Internacional

G20 Grupo dos Vinte

IGCP Agência de Gestão da Tesouraria e da Dívida Pública

INE Instituto Nacional de Estatística

MEE Mecanismo Europeu de Estabilidade

PIB Produto Interno Bruto

Glossário

Ação – título correspondente a parte do capital de uma sociedade.

Acordo de reestruturação de dívida – troca de dívida por novas dívidas ou por dinheiro através de um processo formal que envolve uma redução da dívida total e/ou uma alteração do calendário de pagamentos.

Certificados de aforro – de acordo com o IGCP «os certificados de aforro são instrumentos de dívida criados com o objetivo de captar a poupança das famílias».

Certificados do Tesouro Poupança Crescimento (CTPC) – de acordo com o IGCP «os Certificados do Tesouro Poupança Crescimento são instrumentos de dívida pública, destinados à poupança das famílias, apresentando taxa fixa garantida».

Certificados do Tesouro Poupança Mais (CTPM) – produto semelhante aos CTPC. A subscrição de Certificados do Tesouro Poupança Mais encontra-se suspensa desde 30 de outubro 2017.

Cobertura do risco cambial – estratégia para cobrir o risco associado às flutuações das taxas de câmbio.

Controlo de capitais – política económica sobre o fluxo externo de capital.

Crise de dívida – situação em que um país não é capaz de pagar a dívida pública.

Cupão da dívida – quantia paga como juro da dívida.

Dívida pública tradicional e contingente – de acordo com a Pordata a «dívida pública é o dinheiro que as administrações públicas devem em termos acumulados». Na dívida pública tradicional os pagamentos não dependem automaticamente de outros fatores. Na dívida pública contingente os pagamentos podem ser indexados a fatores económicos ou naturais. Na dívida pública indexada à inflação, os pagamentos são indexados à taxa de inflação.

Dividendo – de acordo com a Pordata «os dividendos são lucros que uma empresa distribui pelos acionistas».

Estado estacionário – situação em que todas as variáveis são constantes.

Fundo de investimento – aplicação financeira formada através da união de diversos investidores.

Fundo de pensões – fundo dedicado à realização de planos de pensões.

Obrigações Brady – obrigação emitida como parte do acordo de reestruturação de dívida externa implementado sob o Plano Brady, iniciado no final dos anos 1980. O nome é inspirado no apelido de Nicholas F. Brady, antigo Secretário do Tesouro dos Estados Unidos da América entre 1988 e 1993.

Obrigações do Tesouro – de acordo com a Pordata «as obrigações do Tesouro são títulos de dívida pública emitidos pelo Estado, de modo a obter financiamento adicional quando as despesas públicas excedem as receitas».

Prémio de incerteza – juros adicionais pagos por um título de dívida pelo facto de existir e incerteza em relação aos pagamentos da dívida.

Prémio de liquidez – juros adicionais pagos por um título de dívida pelo facto de um determinado título ter um volume de transação limitado.

Prémio de novidade – juros adicionais pagos por um título de dívida pelo facto de se tratar de uma emissão nova.

Produto Interno Bruto (PIB) – soma do valor dos bens e serviços produzidos numa região, num determinado espaço de tempo. Estatística usada para medir a atividade económica num país ao longo de 1 ano.

PIB nominal e PIB real – o PIB nominal usa preços correntes para calcular o valor dos bens e serviços. O PIB real usa preços constantes, retirando o efeito da inflação nos preços, para calcular o valor dos bens e serviços.

Programa de assistência financeira – empréstimo institucional externo destinado a fazer face às dificuldades de pagamento da dívida por parte do Estado. Normalmente, este empréstimo é aplicado mediante a implementação de políticas de ajustamento e reformas económicas.

Risco cambial – risco associado às flutuações das taxas de câmbio.

Sustentabilidade da dívida – montante e estrutura de dívida para os quais o governo apresenta solvência e detém liquidez.

Variáveis nominais e reais – uma variável nominal não é corrigida pelo efeito da inflação e muda de acordo com as quantidades e com os preços. Uma variável real é corrigida pelo efeito da inflação e muda apenas com as quantidades. As variáveis reais são por vezes referidas como “em volume”.

Warrant – título que paga em função de um indicador económico.

Saber mais

Capítulo 1. A dívida pública contingente

Ad Hoc Working Group, «Sovereign Debt Information», *ICMA (online)*, [data desconhecida], [link](#).

Benford, James; Ostry, Jonathan; D. E Shiller, Robert, *Sovereign GDP-Linked Bonds: Rationale and Design*, CEPR Press, 2018.

Cecchetti, Stephen e Schoenholtzm Kim, «GDP-linked bonds: A primer», *VoxEU.org – CEPR’s policy portal (online)*, 2017, [link](#).

International Monetary Fund, *Private Market Financing for Developing Countries*. Washington, D.C., International Monetary Fund, 1995.

International Monetary Fund, «State-Contingent Debt Instruments for Sovereigns», IMF Policy Paper, 2017.

Sandleris, Guido e Wright, Mark J.L., «GDP-indexed bonds: a tool to reduce macroeconomic risk?» em *The Future of Sovereign Borrowing in Europe*, Viena, SUERF – The European Money e the Austrian Society for Bank Research, 2013, pp. 101–116.

Shiller, Robert J., *Macro markets: creating institutions for managing society’s largest economic risks*, Oxford, Oxford University Press, 1998.

Williamson, John, *Growth-Linked Securities*, EUA, Springer Nature, 2017.

Capítulo 2. A experiência portuguesa com dívida indexada ao PIB

IGCP, «Certificados do Tesouro Poupança Crescimento (CTPC)»
IGCP, E.P.E (*online*), 2017, [link](#).

IGCP, «Certificados do Tesouro Poupança Mais (CTPM)», IGCP, E.P.E
(*online*), 2013, [link](#).

Capítulo 3 – Exercícios contrafactuais para o uso da dívida pública contingente em Portugal

Aguar, Mark e Gopinath, Gita, «Defaultable debt, interest rates and the current account», *Journal of international Economics*, vol. 69, n.º 1, 2006, pp. 64–83.

Alfaro, Laura e Kanczuk, Fabio, «Sovereign debt as a contingent claim: a quantitative approach», *Journal of international Economics*, vol. 65, n.º 2, 2005, pp. 297–314.

Arellano, Cristina, «Default risk and income fluctuations in emerging economies», *American Economic Review*, vol. 98, n.º 3, 2008, pp. 690–712.

Bertinatto, Lucas; Gomtsyan, David; Sandleris, Guido; Sapriza, Horacio e Taddei, Filippo. «Indexed Sovereign Debt: An Applied Framework», 2017, documento de trabalho.

Blanchard, O., Mauro P., e Acalin J., «The case for growth indexed bonds in advanced economies», *Peterson Institute for International Economics*, Policy Brief, No. 16–2, 2016.

Bonfim, Diana e Pereira, David, «GDP-linked bonds: design, effects, and way forward», *Banco de Portugal*, 2018.

Marinheiro, Carlos Fonseca, «The sustainability of Portuguese fiscal policy from a historical perspective», *Empirica*, vol.33, n.º 2–3, 2006, pp. 155–179.

Autor

Gonçalo Pina, é professor associado de economia internacional na ESCP Business School, em Berlim, Alemanha. A sua investigação foca-se nas áreas das finanças internacionais e da política macroeconómica. Anteriormente, foi professor auxiliar de economia na Leavey School of Business, Universidade de Santa Clara, Califórnia, EUA. É doutorado em Economia pela Universitat Pompeu Fabra, em Barcelona, Espanha. Os seus artigos foram publicados em revistas académicas como *Journal of Economic Psychology*, *Journal of Financial Economic Policy*, *VoxEU*, *Journal of International Money and Finance* e *Kyklos*.

Resumos da Fundação

- 1. Igualdade de género ao longo da vida**
Coordenação: Anália Torres
- 2. Encerramento de multinacionais**
Coordenação: Pedro de Faria
- 3. Dinâmica empresarial e desigualdade**
Coordenação: Rui Baptista
- 4. Diversificação e crescimento da economia portuguesa**
Coordenação: Leonor Sopas
- 5. Qualidade da governação local em Portugal**
Coordenação: António Tavares e Luís de Sousa
- 6. Identidades religiosas na Área Metropolitana de Lisboa**
Coordenação: Alfredo Teixeira
- 7. As mulheres em Portugal, hoje**
Coordenação: Laura Sagnier e Alex Morell
- 8. Sustentabilidade do sistema de pensões português**
Coordenação: Amílcar Moreira
- 9. Cultura política e democracia**
Coordenação: Tiago Fernandes
- 10. Dívida indexada ao PIB na economia portuguesa**
Coordenação: Gonçalo Pina

**O que é a dívida pública
indexada ao PIB?**

**O que distingue este
tipo de dívida da dívida
tradicional?**

**Como foi a experiência
portuguesa com dívida
indexada ao PIB?**

