



Lisbon School
of Economics
& Management
Universidade de Lisboa

MESTRADO
ECONOMIA E POLÍTICAS PÚBLICAS

TRABALHO FINAL DE MESTRADO
DISSERTAÇÃO

**A GESTÃO DA DÍVIDA PÚBLICA NOS ÚLTIMOS CINQUENTA ANOS:
COMO GERIMOS A NOSSA DÍVIDA?**

DANIEL CARVALHO VEIGA

OUTUBRO - 2024



Lisbon School
of Economics
& Management
Universidade de Lisboa

MESTRADO

ECONOMIA E POLÍTICAS PÚBLICAS

TRABALHO FINAL DE MESTRADO

DISSERTAÇÃO

**A GESTÃO DA DÍVIDA PÚBLICA NOS ÚLTIMOS CINQUENTA ANOS:
COMO GERIMOS A NOSSA DÍVIDA?**

DANIEL CARVALHO VEIGA

SUPERVISÃO:
PROF. RICARDO CABRAL

OUTUBRO - 2024

“Falavam de política, do ministério e do déficit. D. Adosinda declara logo que conhece muito bem o déficit, e que é um belo rapaz... O déficit belo rapaz - imensa gargalhada! D. Adosinda zanga-se, exclama que já fora com ele a Sintra, que é um perfeito cavalheiro, e empregado no Banco Inglês... O déficit empregado no Banco Inglês - gritos, uivos, urros!”

Eça de Queirós, *Os Maias*, 1888, Capítulo XVII

GLOSSÁRIO

ANA - Aeroportos e Navegação Aérea S.A.
AP - Administrações Públicas
APP - *Asset Purchase Programme* (Programa de Compra de Ativos)
BCE - Banco Central Europeu
BdP - Banco de Portugal
BP - Balança de Pagamentos
BT - Bilhetes do Tesouro
CA - Certificados de Aforro
CE - Comissão Europeia
CEDIC - Certificados Especiais de Dívida Pública de Curto Prazo
CEDIM - Certificados Especializados de Dívida Pública de Médio Prazo
CT - Certificados do Tesouro
CTPC - Certificados do Tesouro Poupança Crescimento
CTPM - Certificados do Tesouro Poupança Mais
CTPV - Certificados do Tesouro Poupança Valor
CTT - Correios e Telecomunicações de Portugal S.A.
DGT - Direção-Geral do Tesouro
DL - Decreto-Lei
EDP - Energias de Portugal S.A.
EM - Estados-membros
EPE - Entidade Pública Empresarial.
EUA - Estados Unidos da América
EUR - Euro
FEEF - Fundo Europeu de Estabilização Financeira
FMI - Fundo Monetário Internacional
FRDP - Fundo de Regularização da Dívida Pública
GAFEEP - Gabinete para a Análise do Financiamento do Estado e das Empresas Públicas
IGCP - Agência de Gestão de Tesouraria e da Dívida Pública-IGCP, E.P.E
IRS - Imposto sobre o Rendimento Singular
IVA - Imposto sobre o Valor Acrescentado
JCP - Junta do Crédito Público

MEEF - Mecanismo Europeu de Estabilização Financeira
MTC - Mecanismo Europeu de Taxas de Câmbio
NTMA - *National Treasury Management Agency* (Agência Nacional da Gestão do Tesouro da Irlanda)
OE - Orçamento do Estado
OIM - Outras Instituições Monetárias
OINM - Outras Instituições Não Monetárias
OT - Obrigações do Tesouro
PAEEF - Programa de Assistência Económica e Financeira
PEC - Pacto de Estabilidade e Crescimento
PEPP – *Pandemic Emergency Purchase Programme* (Programa de Compras de Emergência Pandémica)
PIB - Produto Interno Bruto
PRACE - Programa de Reestruturação da Administração Central do Estado
RCM - Resolução do Conselho de Ministros
REN - Redes Energéticas Nacionais S.A.
SME - Sistema Monetário Europeu
SMP - *Securities Market Programme* (Programa dos Mercados de Títulos de Dívida)
SURE - *Support to mitigate Unemployment Risk in an Emergency* (Instrumento Europeu de apoio temporário para atenuar os riscos de desemprego numa emergência)
TdC - Tribunal de Contas
TF - Tesouro Familiar
TUE - Tratado da União Europeia
UE - União Europeia
UEM - União Económica e Monetária
USD - *United States Dollar* (Dólar norte-americano)

RESUMO

Este trabalho investiga a evolução da gestão da dívida pública em Portugal entre 1970 e 2023, abordando as suas transformações institucionais, legais e económicas. A análise foca-se em três vertentes: o impacto da integração de Portugal na União Europeia e na Área do Euro, a evolução dos instrumentos de dívida utilizados, e as mudanças nas estratégias de financiamento, incluindo a transição do financiamento monetário para o mercado de dívida transacionável. A análise quantifica o efeito dos diferentes factores na dinâmica da dívida pública neste período, que cresce em termos nominais 1531 vezes enquanto o PIB nominal “apenas” cresce 224 vezes. Finalmente, recolhe o testemunho de altos responsáveis políticos e técnicos pela política de gestão da dívida pública portuguesa.

Dos resultados obtidos realçam-se três mensagens principais: (1) o financiamento monetário tem sido extremamente importante para a dinâmica de sustentabilidade da dívida pública, nomeadamente desde que Portugal aderiu à Área do Euro e particularmente após o lançamento dos programas de expansão quantitativa, contribuindo diretamente para uma redução do peso da dívida pública em cerca de 35,2 p.p. do PIB de 2023; (2) o principal factor determinante para o aumento do peso do stock de dívida pública entre 1970 e 2023 foi a despesa com juros que, em termos cumulativos, representa 73,4 pontos percentuais do PIB de 2023; e (3) a dinâmica crescimento-juros ($g - r$) da dívida pública foi adversa desde que Portugal aderiu ao euro a 1 de janeiro de 1999, período em que a taxa de crescimento nominal anual média da economia foi de apenas 3,57%, inferior à taxa de juro implícita média da dívida pública da República de 3,77%, relação que teria sido mais adversa não fora o efeito favorável na taxa de juro implícita da dívida da República dos referidos programas política monetária não convencional de expansão quantitativa do BCE.

PALAVRAS-CHAVES: Dívida Soberana; Gestão da Dívida Pública; Política Monetária e Cambial; Instrumentos de Dívida; União Europeia e Zona Euro.

CÓDIGOS DO JOURNAL OF ECONOMIC LITERATURE: E44; E62; H63; H68; N24.

ABSTRACT

This work investigates the evolution of public debt management in Portugal between 1970 and 2023, addressing its institutional, legal, and economic transformations. The analysis focuses on three aspects: the impact of Portugal's integration into the European Union and the Euro Area, the introduction and use, over time, of new debt instruments, and changes in financing strategies, including the shift from monetary financing to the recourse to tradable debt markets-based financing. It quantifies the effect of different factors on public debt dynamics during this period. This was a period when public debt grew nominally by 1,531 times, while nominal GDP grew by “only” 224 times. Finally, it collects the testimony of senior political and technical officials responsible for Portuguese public debt management.

Three key findings stand out: (1) Monetary financing has been extremely important for the sustainability of public debt, especially since Portugal joined the Euro Area and, in particular, following the launch of quantitative easing programs, directly contributing to a reduction of the public debt ratio by around 35.2 percentage points of 2023 GDP; (2) The main factor behind the increase in public debt between 1970 and 2023 was interest expenditure, which cumulatively represents 73.4 percentage points of 2023 GDP; and (3) The growth-interest dynamics ($g - r$) of public debt have been unfavorable since Portugal joined the Euro Area on January 1, 1999, a period during which the average nominal annual growth rate of the Portuguese economy was just 3.57%, lower than the average implicit interest rate of 3.77% on public debt. This relationship would have been even more adverse without the favorable impact of the ECB's unconventional monetary policy and its quantitative easing programs on the implicit interest rate of Portuguese public debt.

KEYWORDS: Sovereign Debt; Public Debt Management; Monetary and Exchange Rate Policy; Debt Instruments; European Union and Eurozone.

JEL CODES: E44; E62; H63; H68; N24.

ÍNDICE

Glossário	i
Resumo	iii
Abstract	iv
Índice	v
Índice de Gráficos	vii
Índice de Tabelas	viii
Agradecimentos	ix
1. Introdução	1
2. Cronologia dos Instrumentos da Dívida Pública	3
2.1. Mercado retalhista	4
2.2. Mercado Grossista	6
2.3. Empréstimos do Banco Central	8
2.4. Empréstimos Multilaterais e Oficiais	10
3. Evolução Histórica da Dívida Pública entre 1970 e 2023	11
3.1. O período pré e pós-revolução 25 de abril	11
3.2. Integração na União Europeia	16
3.3. Integração na Área do Euro	22
3.4. De crise em crise	24
4. Factores determinantes da evolução da dívida das Administrações Públicas entre 1973 e 2023	28
4.1. Decomposição do efeito do crescimento, despesa com juros, saldo orçamental primário e ajustamento défice dívida na variação da dívida das Administrações Públicas	28

4.2. Decomposição do efeito do crescimento, despesa com juros, saldo orçamental primário, ajustamento défice-dívida e emissão monetária na variação da dívida das Administrações Públicas	32
4.3. Decomposição do efeito do crescimento, despesa com juros, saldo orçamental primário, ajustamento défice-dívida e base monetária na variação da dívida das Administrações Públicas	35
5. Conclusões	39
Bibliografia	40
Apêndices	43
1. Breve História sobre as Instituições responsáveis pela Gestão da Dívida Pública	43
2. Metodologia de cálculo e análise dos factores determinantes da evolução da dívida das Administrações Públicas entre 1973 e 2023	47
3. Abordagem metodológica para a recolha de testemunhos: Entrevistas com responsáveis pela política de gestão da dívida pública.....	51
4. Entrevista ao Doutor Manuel Pinho	53
5. Entrevista ao Doutor Eduardo Catroga.....	55
6. Entrevista ao Professor Doutor António Bagão Félix	62
7. Entrevista ao Doutor Vítor Bento	73
8. Entrevista ao Professor Doutor Fernando Teixeira dos Santos	94
9. Entrevista ao Professor Doutor João Leão.....	106
Anexos	121

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico I: Primeira e última emissão, por ano, dos instrumentos da dívida pública portuguesa entre 1970 e 2024	3
Gráfico II: Evolução da taxa de inflação no consumidor, taxa de redesconto do Banco de Portugal e taxa de câmbio PTE/USD entre 1970 e 1998	13
Gráfico III: Evolução do saldo orçamental, do saldo orçamental primário e da despesa com juros entre 1973 e 1998	17
Gráfico IV: Dívida Direta do Estado (interna e externa) entre 1973 e 1998, em % do PIB	18
Gráfico V: Receitas das privatizações afetas à redução da dívida pública entre 1989 e 2014	20
Gráfico VI: Saldo Orçamental (total e primário) e Despesa com Juros entre 1999 e 2023	22
Gráfico VII: Custo da Dívida Direta do Estado (emitida e stock) e respetiva composição entre 2010 e 2023	24
Gráfico VIII: Dívida Direta do Estado (interna e externa) entre 1999 e 2023, em % do PIB	25
Gráfico IX: Tomadores dos Empréstimos Internos emitidos anualmente (*)	124
Gráfico X: Evolução da Taxa de Juro Real e Nominal de Curto Prazo e Taxa de Inflação entre 1971 e 1998	124
Gráfico XI: Taxa de desconto do Bundesbank	1266
Gráfico XII: Taxa de Rentabilidade das OT a 10 anos	132

ÍNDICE DE TABELAS

Tabela I: Decomposição da evolução do rácio da dívida das Administrações Públicas em relação ao PIB entre 1970 e 2023	29
Tabela II: Decomposição da evolução do rácio da dívida das AP líquida de depósitos das AP em relação ao PIB entre 2011 e 2023.....	31
Tabela III: Decomposição da evolução do rácio da dívida das AP líquidas de emissão monetária em relação ao PIB entre 1970 e 2023	34
Tabela IV: Decomposição da evolução do rácio da dívida das AP líquidas da base monetária em relação ao PIB entre 1970 e 2023	37
Tabela V: Dados referentes às séries dos CA	12121
Tabela VI: Dados referentes aos CT.....	122
Tabela VII: Informação relativa aos “Empréstimos Internos Amortizáveis” do Banco de Portugal.....	123
Tabela VIII: Informação relativa às “OT, 1977 - Nacionalizações e Expropriações”	123
Tabela IX: Dívida Direta do Estado, por tipo de instrumento, entre 1973 e 1979, em %	125
Tabela X: Indicadores Económicos entre 1985-98.....	125
Tabela XI: Tomadores das emissões anuais da Dívida Pública Direta entre 1984 e 1988	1266
Tabela XII: Variação dos juros da Dívida Direta do Estado entre 2000 e 2023 ...	127
Tabela XIII: Composição da Dívida Direta do Estado entre 1999 e 2023.....	128
Tabela XIV: Necessidades (Brutas e Líquidas) de Financiamento entre 1999 e 2022 (Contabilidade Orçamental Pública)	130
Tabela XV: Dívida Direta do Estado (Interna e Externa) entre 1973 e 2023	133
Tabela XVI: Variação dos Juros da Dívida das AP na ótica de Maastricht entre 1970-2023 (Contabilidade Nacional).....	134

AGRADECIMENTOS

Em primeiro lugar, agradeço ao meu orientador, Prof. Ricardo Cabral, pela orientação, paciência e sábios conselhos dados ao longo deste processo. A sua experiência e disponibilidade foram essenciais para o desenvolvimento deste trabalho, e sem o seu acompanhamento, este projeto não teria sido o mesmo.

Agradeço também aos entrevistados que gentilmente disponibilizaram o seu tempo e partilharam as suas valiosas perspetivas. As suas contribuições enriqueceram significativamente a análise desta dissertação, proporcionando um conhecimento profundo sobre a gestão da dívida pública portuguesa.

Aos meus pais e irmã, deixo o meu profundo agradecimento pelo apoio incondicional e pela confiança que sempre depositaram em mim. A sua compreensão e incentivo constante permitiram-me manter o foco e a motivação necessários para alcançar este objetivo.

Um especial agradecimento aos meus colegas do Mestrado de Economia e Políticas Públicas, que de diferentes formas me incentivaram e apoiaram, quer com discussões produtivas, quer com palavras de encorajamento nos momentos de maior dificuldade.

Por fim, gostaria de dedicar este trabalho aos meus amigos e entes queridos de longa data que sempre acreditaram em mim. A todos, o meu sincero obrigado, mas em especial ao Leonardo, Adelaide, Bruna, Bernardo, Escarlet, Gonçalo, Sara e Renata.

1. INTRODUÇÃO

O desenvolvimento recente dos Estados modernos foi acompanhado por uma maior capacidade de endividamento soberano (Eichengreen, 2008). Por isso, a gestão da dívida pública torna-se num dos pilares fundamentais da política económica de qualquer Estado, sendo crucial para garantir a sustentabilidade financeira e a capacidade de resposta do Governo às necessidades da população. Contudo, o seu uso excessivo ou desajustado pode comprometer a estabilidade macroeconómica e o bem-estar das gerações presentes e futuras. Em Portugal, a evolução da dívida pública ao longo das últimas décadas reflete não apenas os desafios económicos internos, mas também as profundas transformações políticas e institucionais vividas pelo país, desde o período pré-revolucionário até à integração na União Europeia e na Área do Euro.

Assim, esta dissertação investiga a estratégia de gestão da dívida das Administrações Públicas portuguesas entre 1970 e 2023. Entre outros aspetos, visa perceber, descrever e analisar a evolução: do enquadramento legal e institucional; dos instrumentos de dívida utilizados pelo Estado português para se financiar; a importância do financiamento monetário vis-à-vis financiamento através da emissão nos mercados interno e externo de títulos de dívida transacionáveis; o impacto da entrada de Portugal na União Europeia e na Área do Euro na estratégia de gestão da dívida pública; e quantificar as determinantes da evolução da dívida pública portuguesa entre 1970 e 2023.

Para além disso, desta dissertação visa constituir um repositório para trabalhos futuros com a agregação de informação e dados de diversas instituições. Em particular, além do recurso a dados de séries estatísticas públicas, como da série longa do Banco de Portugal, foram compiladas novas séries de dados estatísticos a partir da consulta dos relatórios do Orçamento do Estado (OE) desde 1970, de relatórios da Junta de Crédito Público (entre 1975 e 1984) e dos relatórios e contas anuais do IGCP (entre 1996 e 2023) e do Banco de Portugal (entre 1970 e 2023). Finalmente, esta dissertação visa ainda recolher os testemunhos dos responsáveis políticos pela definição e implementação da estratégia de gestão da dívida pública.

Deste modo, será utilizada a Teoria do Processo (Ven & Poole, 1995), isto é, uma pesquisa qualitativa que procura a existência de causalidade entre eventos, utilizando

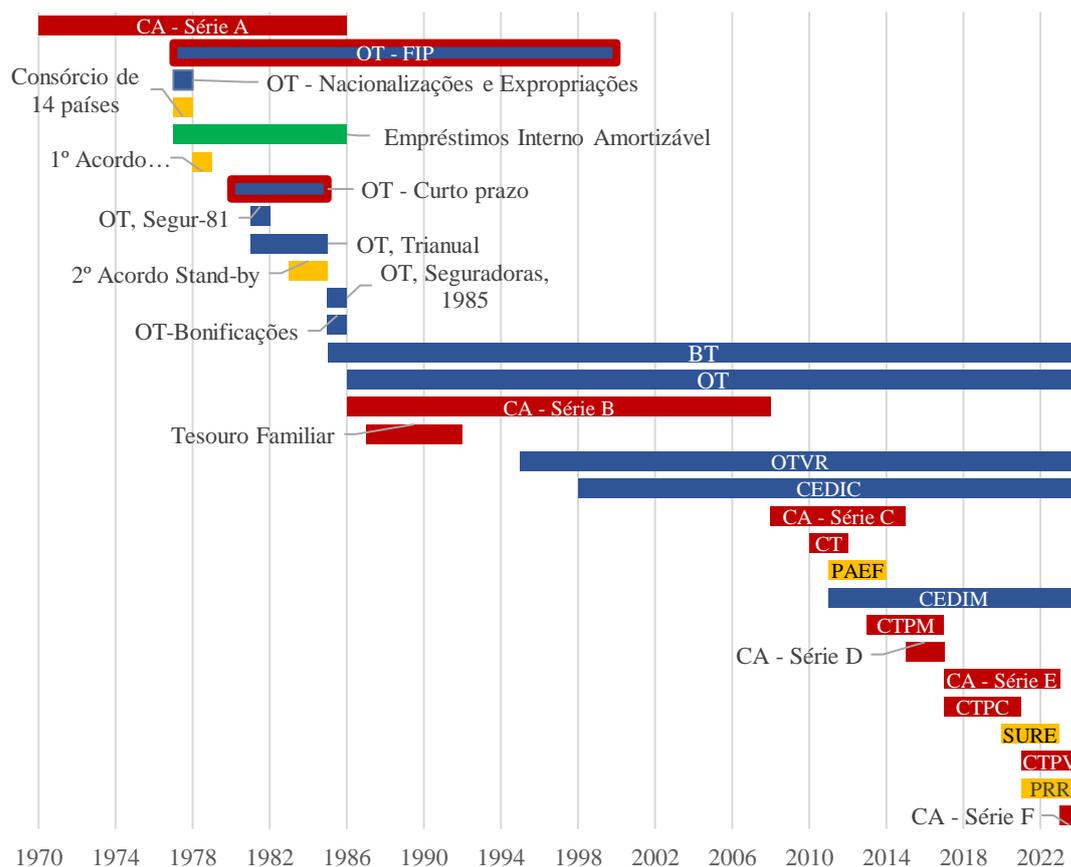
narrativas e descrições detalhadas, numa perspectiva que ocorre ao longo de um determinado período, no nosso caso significa ao longo de meio século, e holística ao considerar todos os fatores simultaneamente. Em contrapartida à Teoria da Variância que isola as variáveis. No entanto, para além da informação qualitativa será utilizado dados quantitativos, que permite tornar as afirmações mais precisas e apoiar a identificação de padrões (Maxwell, 2010). E, por fim, faremos uso de uma abordagem triangular utilizando, os dois métodos anteriores mais a combinação com entrevistas com alguns dos intervenientes diretos na história que descreveremos.

Para responder à questão “Como gerimos a nossa dívida?” este trabalho encontra-se dividido nas seguintes secções: Cronologia dos instrumentos de dívida e da respetiva legislação; A evolução histórica da dívida pública; Os fatores determinantes da evolução da dívida soberana; e, Conclusões. A complementar esta informação encontra-se, no apêndice, uma breve história sobre as instituições responsáveis pela gestão da dívida pública e entrevistas transcritas.

2. CRONOLOGIA DOS INSTRUMENTOS DA DÍVIDA PÚBLICA

Esta secção identifica e caracteriza, de forma tão abrangente quanto possível, mas ainda assim incompleta, os instrumentos de dívida utilizados para o financiamento do Estado ao longo dos últimos cinquenta anos. Para tal recorreu-se à consulta da legislação que enquadra o respetivo instrumento de dívida bem como dos relatórios ou relatórios & contas anuais da JCP, IGCP, BdP e OE. Deste modo, este capítulo encontra-se subdividido em quatro partes: i) o mercado retalhista; ii) mercado grossista; iii) os empréstimos do BC; e, iv) empréstimos oficiais e multilaterais.

Gráfico I: Primeira e última emissão, por ano, dos instrumentos da dívida pública portuguesa entre 1970 e 2024



Legenda: o vermelho corresponde os instrumentos no mercado retalhista; o azul o mercado grossista; o amarelo os empréstimos oficiais e multilaterais; e o verde a empréstimos do Banco Central/Autoridade Monetária.

Fonte: Baseado na consulta da legislação que enquadra o respetivo instrumento de dívida.

2.1. Mercado retalhista

O principal instrumento de captação das poupanças das famílias e pequenos aforradores são os certificados de aforro (CA). A primeira emissão, denominada série A, ocorreu em abril de 1961. Consistia em títulos de cupão zero, ou seja, adquiridos a desconto e na data da maturidade o Estado reembolsava o valor facial do título.

Contudo, o X Governo Constitucional, em resultado da fraca procura desses CA, procede a partir de julho de 1986 à emissão da série B que tentará corrigir os problemas da série A, nomeadamente, no que respeita à sua pouca atratividade e desconhecimento pela população. Para o efeito, a série B contempla a possibilidade de reembolsos antecipados, os quais poderiam ser efetuados no final dos três meses após a emissão do certificado. Também introduz capitalização trimestral e variável e um prémio de permanência. É uma alteração importante, sendo que muitas das características introduzidas por esta série vigoram atualmente.

Após esta série, surgiram mais quatro até 2023, como se verifica na Tabela V. Todas elas surgem ou como resposta às alterações da política monetária vigente, como por exemplo, ocorreu na passagem da série C para D, ou com alterações na sua forma de comercialização (da série D para a E), ou ainda uma combinação de ambas, como demonstra a última série, a F, lançada em 2023, onde o prazo de maturidade foi, pela primeira vez, alargado para quinze anos e houve uma limitação para 2,5% da taxa de juro máxima praticada, sendo que esta corresponde integralmente à taxa Euribor a 3 meses, não havendo lugar a acréscimo de 1% como ocorria na série E, e puderam ser adquiridas nos balcões dos bancos aderentes, não estando limitado aos CTT. Aliás, esta falta de estabilidade nos certificados foi notada pelo Dr. Bagão Félix, que ainda ressaltou a elevada tributação sobre os mesmos que não incentiva à poupança das famílias (vide secção “Entrevista ao Professor Doutor António Bagão Félix”).

Em 1977 são criadas as “Obrigações do Tesouro – Fomento de Investimento Público” (OT-FIP)¹ destinada ao financiamento dos investimentos previstos no plano de obras públicas, podendo ser adquiridos por pessoas singulares como instituições. Deste modo, foram criadas duas classes de obrigações: a “classe A” cuja taxa de juro nominal era de

¹ Lei n.º 30/77, de 18 de maio

14% ao ano, com um valor nominal de 1000 contos e amortização ao par, por sorteio, em cinco anuidades iguais; e a “classe B” com a taxa de juro é fixada em 8% ao ano. Ambas obrigações são amortizadas em dez anuidades. Esta primeira “série” foi a taxa fixa, porém as subsequentes tinham uma taxa variável. A sua última emissão foi em 1992², sendo 1999 o ano de amortização total da dívida.

Em 1987, o Governo cria um instrumento, o Tesouro Familiar (TF)³ cuja intenção é alargar a oferta de títulos exclusivo para as famílias e assim captar mais poupanças para financiar o défice orçamental. À semelhança dos CA – série B, após três semestre de adquirir os títulos, os cidadãos poderiam solicitar o reembolso antecipado. Para além da taxa de juro (semestral), fixada administrativamente pelo Ministério das Finanças, era atribuído um prémio de permanência. Tinham uma maturidade de cinco anos. Este instrumento foi utilizado pela última vez em 1995⁴.

Em 2010, o XVIII Governo Constitucional, cria os Certificados do Tesouro (CT), cujo objetivo é *“promover a poupança de longo prazo dos cidadãos e de dinamizar o mercado de dívida pública através da «democratização» do acesso a produtos equivalentes”* às OT, acessíveis somente a instituições financeiras e creditícias. Todavia, a comercialização dos CT foi suspensa em dezembro de 2012, sendo criados os Certificados do Tesouro Poupança Mais (CTPM) com o intuito de complementar a oferta destinada aos aforradores particulares e, neste caso, com menores necessidades de liquidez visto que o resgate antecipado somente poderia ocorrer decorridos um ano após a subscrição dos títulos, contra os seis meses dos primeiros. É também notória a tentativa de simplificação da taxa de juro aplicada aos CTPM, quando comparada aos CT. Posteriormente, foram ainda criados os Certificados do Tesouro Poupança Crescimento (CTPC) e os Certificados do Tesouro Poupança Valor (CTPV), em 2017 e 2021, respetivamente, que se diferenciam pela diminuição quer pelas taxas de juro fixas praticadas quer pelo prémio – vide Tabela VI – fruto da política monetária expansionista adotada pelo BCE.

² RCM n.º 43-D/91, de 11 de dezembro.

³ DL n.º 211/87, de 28 de maio.

⁴ RCM n.º 39/95, de 26 de abril.

2.2. Mercado Grossista

Nos pós 25 de abril de 1974, os instrumentos de dívida pública utilizados para o financiamento das Administrações Públicas (AP) eram criados dependendo da finalidade da operação pelo que se torna bastante confusa a sua análise, que tentaremos resumir nesta secção, focando-nos nos principais instrumentos utilizados. Um primeiro exemplo dessa flexibilidade no uso de instrumento de dívida é a utilização inicial das Obrigações do Tesouro (OT), quer como instrumentos financiamento de curto, quer como instrumentos de financiamento de longo prazo, em alguns casos sendo disponibilizados a todos os tipos de agentes económicos e no caso de outras emissões, restritos a alguns grupos de agentes económicos. Por exemplo, para financiar as nacionalizações realizadas após a Revolução, o I Governo Constitucional, liderado por Mário Soares, anunciou as “OT, 1977 – Nacionalizações e Expropriações”⁵. Foram lançadas em 12 classes, transacionadas na Bolsa de Valores, que se diferenciavam pelo montante global a indemnizar, a taxa de juro (fixa), maturidade e período de diferimento (Tabela VIII). E neste mesmo ano, foram criadas as OT-FIP, já mencionadas. Em 1981, surge as “OT Segur-81”⁶, um empréstimo destinado ao financiamento do défice orçamental, somente passível de subscrição pelas companhias de seguros. Ocorrendo, novamente, em 1985 aquando do lançamento das “OT, Seguradoras, 1985”⁷. Entretanto, foram anunciadas as “OT, triannual, 1981”⁸, como o próprio nome indica tinham uma maturidade de três anos, disponíveis para aquisição apenas para as instituições de crédito, excluindo o BdP, tendo sido lançadas mais quatro séries entre 1982 e 1985⁹. A partir de 1980, emerge as “OT-curto prazo” que vigoram até 1984¹⁰, tinham uma maturidade de um ano. Inicialmente, venciam juros a taxa fixa (em 1980, foram lançadas com uma taxa nominal de 18%) e a partir de 1982 passaram para taxas variáveis, estando disponíveis para subscrição pública, inclusive, para particulares. Por fim, em 1985, surge ainda as “OT-Bonificações” com uma maturidade de 12 anos que corresponde ao “*pagamento de encargos recorrentes de bonificações a cargo do*

⁵ Lei 80/77, de 26 de outubro.

⁶ DL n.º 197/81, de 9 de julho.

⁷ DL n.º 161/85, de 13 de maio.

⁸ DL n.º 218/81, de 16 de julho.

⁹ Em 1982, DL n.º 148/82, de 28 de abril; em 1983, DL n.º 174/83, de 2 de maio; em 1984, DL n.º 171/84, de 23 de maio; e em 1985, DL n.º 273/85, de 18 de julho.

¹⁰ Em 1980, Lei n.º 22/80, de 26 de julho; em 1981, para a 1.ª série a Lei 4/81, de 24 de abril e para a 2.ª o DL n.º 196/81, de 9 de julho; em 1982, para a 1.ª série o DL n.º 115-A/82, de 14 de abril e para a 2.ª o DL n.º 115-B/82, de 14 de abril; em 1983, para a 1.ª série o DL n.º 175/83, de 2 de maio e para a 2.ª o DL n.º 347/83, de 28 de julho; e, em 1984, para a 1.ª série o DL 236/84, de 12 de julho e para a 2.ª o DL n.º 237/84, de 12 de julho.

Estado em dívida ao sistema bancário”, pode-se ler no artigo 1.º do DL n.º 274/85, de 18 de julho.

O país após a Revolução dos Cravos recorreu à monetização dos défices públicos numa era de taxas de inflação elevada e de depreciação nominal da taxa de câmbio do escudo. Em 1985 e 1986, respetivamente, o desenho e as características técnicas dos BT e das OT são alterados com o intuito de reduzir o volume financiamento monetário do Estado, aumentando o financiamento através da oferta de títulos no mercado monetário e para adequar esses instrumentos de dívida aos padrões dos estados-membros da então CEE. Em 1985, o Governo substituiu os “OT – Curto prazo” pelos Bilhetes de Tesouro (BT) especificando de forma mais clara as maturidades do BT com que passam a ter durações de 91, 182 e 364 dias. Em 1986, as OT são alteradas de forma que o seu rendimento passe a ser determinado pela procura (nos leilões de mercado primário e secundário) e não pela tutela. Assim, a partir de 1986 ficou mais evidente que os BT constituem dívida de curto-prazo enquanto as OT dívida de médio e longo prazo.

O Decreto-Lei n.º 280/98, de 17 de setembro, estipula que os OT passam a ser emitidos em euros¹¹ e anula a relevância do valor nominal nas transmissões. Contudo o aspeto mais relevante é que o diploma constitui “*a principal garantia dos direitos dos investidores num mercado de dívida alargado aos países que participarem na 3.ª fase da UEM*”. Este instrumento passou a ser mais flexível, como prova a possibilidade de negociar separadamente o valor nominal e dos cupões (juros), isto é, *stripping*, um processo financeiro que permite maior adaptabilidade na gestão do seu portfólio. E ainda, em 1998, são efetuadas pelo XIII Governo Constitucional, chefiado pelo António Guterres, alterações ao regime dos BT de 1985¹², passando o IGCP a regular o processo desde a emissão e colocação do instrumento no mercado primário até às instituições aptas para adquirirem os BT.

Em 1998, são anunciados os novos instrumentos disponíveis apenas para as Administrações Públicas (então Sector Público Administrativo), pois o seu intuito é que os organismos que tenham uma tesouraria excedentária adquiram os Certificados

¹¹ No artigo 12º estipula um regime transitório até à circulação oficial do Euro, podendo até essa data que as OT sejam emitidas em escudo ou em outras moedas dos Estados-membros;

¹² DL 279/98, de 17 de setembro

Especiais de Dívida Pública de Curto Prazo (CEDIC)¹³, detendo as respetivas disponibilidades junto da DGT em detrimento de o fazer junto do setor financeiro. Na prática, o Estado está a reduzir os custos de intermediação financeira e a aumentar a eficiência de gestão dos recursos do setor público ao canalizá-los para as necessidades de financiamento do Estado. No ano seguinte, a resolução do conselho de ministros (RCM) que deu origem aos CEDIC foi revogada, mas é publicada a RCM n.º 71/99, de 24 de junho, que alterou algumas características desse instrumento de dívida. Em particular, a maturidade dos CEDIC passa a ser de até 12 meses, sendo que anteriormente só poderia ser de até dois meses. Em 2006, é alargado a base de potenciais adquirentes ao incluir as entidades públicas empresariais¹⁴. Por fim, em 2009, o universo é novamente ampliado ao compreender todas as entidades abrangidas pelo princípio da unidade de tesouraria¹⁵ e a maturidade máxima dos CEDIC passou a ser de 18 meses¹⁶.

Em 2011 são introduzidos os Certificados Especiais de Dívida de Médio e Longo Prazo (CEDIM), cujo intuito é o mesmo que os CEDIC, somente por uma maturidade superior a 18 meses. O universo de entidades públicas que podem emprestar os seus excedentes de tesouraria é o mesmo dos certificados de curto-prazo.

Em 2015, foram anunciadas as Obrigações do Tesouro de Rendimento Variável (OTRV) através da Resolução de Conselho de Ministros n.º 86/2015, de 24 de setembro¹⁷ e, como o próprio nome deixa adivinhar, distinguem-se das OT por terem associado uma taxa de juro variável, não uma taxa fixa. Na realidade, trata-se de uma reintrodução deste instrumento que havia sido já utilizado entre 1995 e 2000¹⁸.

2.3. Empréstimos do Banco Central

Para além da emissão das OT, como já mencionado, os primeiros governos contraíam empréstimos junto do BdP e outras instituições de crédito ao qual denominavam “Empréstimos Internos Amortizáveis”. O primeiro empréstimo desta natureza surge em 1977, com a Lei n.º 88/77, de 30 de dezembro, onde pode-se ler no artigo 2.º (e último)

¹³ RCM n.º 81/98, de 17 de junho.

¹⁴ RCM n.º 157/2006, de 2 de novembro.

¹⁵ RCM n.º 111/2009, de 25 de novembro. O princípio da Unidade de Tesouraria encontra-se definido no artigo 54º da Lei de Enquadramento Orçamental (Lei n.º 151/2015, de 11 de novembro).

¹⁶ RCM n.º 111/2009, de 25 de novembro.

¹⁷ Com as alterações introduzidas pela Declaração de Retificação n.º 45/2015 de 9 de outubro.

¹⁸ RCM n.º 107-A/94, 28 de outubro.

que o empréstimo “*será amortizado em dez anuidades, a partir de 1983, e o seu produto destina-se a financiar despesas orçamentais*”. A taxa de juro praticada correspondia à taxa de desconto do BdP. No segundo empréstimo¹⁹, fora acrescentado o artigo 3.º onde menciona que o empréstimo será colocado “*exclusivamente em instituições de crédito*”, no entanto, sabe-se que a sua totalidade foi adquirida pelo BdP, com exceção de um empréstimo realizado em 1981, em que o BdP adquiriu 79% do montante total emitido (Tabela VII).

No OE82²⁰ é possível verificar no n.º 2 do artigo 7.º a autorização para a emissão de dois empréstimos desta natureza com montantes bem distintos, de 17 milhões (Decreto-Lei n.º 495/82, de 31 de dezembro) e de 98 milhões de contos (Decreto-Lei n.º 471/82, de 15 de dezembro). O curioso é que, no primeiro, segundo a alínea a) do n.º 2 do artigo 7.º do mesmo diploma, a maturidade seria de três anos, o que não se verifica no respetivo DL, que mantem as dez anuidades. Outra curiosidade, aplicada a ambos diplomas, consta no artigo 8.º, que dispensa o cumprimento das formalidades descritas no artigo 20.º da Lei 1933, de 13 de fevereiro de 1936,

“empréstimo geral, organizada pela Direção Geral da Fazenda Pública, de harmonia com o diploma que o houver autorizado, e, depois de assinada pelo Ministro das Finanças, receberá o voto de conformidade da Junta de Crédito Público e o visto Tribunal de Contas, com a assinatura dos seus presidentes, considerando-se assim feita a emissão do empréstimo”

Excerto do artigo 20.º da Lei 1933, de 13 de fevereiro de 1936

Por outras palavras, o Governo saltava deliberadamente a autorização da JCP e do visto prévio do Tribunal de Contas (TdC) aquando da emissão destes empréstimos para fazer face aos défices orçamentais. Este tipo de instrumentos foi utilizado até 1986²¹ (Tabela VII), mas importa ainda destacar que neste último, no artigo 7.º evidencia que “*a colocação total das obrigações deste empréstimo será feita no BdP*”.

¹⁹ Lei 73/78, de 28 de dezembro.

²⁰ Lei n.º 40/81, de 31 de dezembro.

²¹ DL 432-B/86, de 30 de dezembro.

2.4 Empréstimos Multilaterais e Oficiais

A primeira e a segunda intervenções do FMI em Portugal dá-se na sequência de desequilíbrios na Balança de Pagamentos (BP), como veremos no capítulo seguinte. Importa frisar que, ao contrário da terceira intervenção (de 2011), estas duas primeiras fizeram-se ao abrigo dos Acordos *Stand-by*, que consistem em empréstimos de curta duração para fazer face a crises externas conjunturais (FMI, 2016). Contudo, antes do primeiro acordo, já quatorze países haviam concedido em 1977 um empréstimo bilateral a Portugal, no montante de USD 750 milhões e com maturidade de 18 meses, para o financiamento do défice da balança de pagamentos (Nunes, 2011). E, a conjuntura nacional obrigou que entre 1983/85 fosse solicitado um segundo acordo deste tipo junto do FMI. Recomenda-se que para maior detalhe sobre estes dois instrumentos se leia João Zorrinho (2018).

Na sequência da crise das dívidas soberanas, o XVIII Governo Constitucional, liderado por José Sócrates, assinou, no dia 17 de maio de 2011, com o BCE, CE e o FMI, o Programa de Assistência Económica e Financeira (PAEF) que previa um empréstimo de EUR 78 mil milhões, igualmente repartidos entre os três intervenientes. No âmbito europeu, foram acionados o Mecanismo Europeu de Estabilização Financeira (MEEF) e o Fundo Europeu de Estabilização Financeira (FEEF). O PAEF esteve em vigor até 30 de junho de 2014, tendo o Estado português optado por não solicitar a última tranche prevista, no montante de EUR 2,6 mil milhões, ou seja, foram feitos onze desembolsos que representam 97% do montante inicialmente acordado.

Por último, em resposta à crise pandémica, surge o SURE, um programa de emissão conjunta de dívida concedido para os estados-membros mitigarem os riscos de desemprego. Portugal recebeu EUR 6,2 mil milhões entre 2020 e 2022. Além disso, surge o *Next Generation EU* para recuperar a economia europeia da receção económica causada pelo Covid-19. O Plano de Recuperação e Resiliência (PRR) português aprovado pela CE, em julho de 2021, contemplava um montante de EUR 16,6 mil milhões. Contudo, foi reprogramado, em outubro de 2023, para EUR 22,2 mil milhões (dos quais EUR 5,9 mil milhões em empréstimos). Como ocorre com o SURE, esta dívida será emitida conjuntamente, tendo os empréstimos uma maturidade de 30 anos, com 10 anos de carência de capital.

3. EVOLUÇÃO HISTÓRICA DA DÍVIDA PÚBLICA ENTRE 1970 E 2023

Esta secção contextualiza historicamente a evolução da dívida pública²². Assim, esta secção foi estruturada em quatro períodos tendo em consideração factos relevantes da história portuguesa: i) “O período pré e pós-revolução 25 de abril” analisa a evolução da dívida pública entre 1970 e 1985, o último ano antes da entrada de Portugal na então Comunidade Económica Europeia; ii) “Integração na União Europeia” analisa o período entre 1986 e 1998 na progressiva integração da economia portuguesa na UE, período que inclui uma fase de preparação para a adesão à União Económica e Monetária, sobretudo a partir de 1990; iii) “Integração na Área do Euro” descreve os primeiros impactos que a adesão à moeda única teve na política de gestão da dívida pública e abarca o período entre 1 de janeiro de 1999 e 2010, que marca o início da crise de dívidas soberanas e que conduz ao terceiro resgate financeiro em Portugal em maio de 2011; e, iv) “De crise em crise” que avalia a evolução e a gestão da dívida pública entre 2011 e 2023, na sequência do programa de ajustamento económico-financeiro entre Portugal, o FMI e a União Europeia (vulgo, “programa da *troika*”), do impacto das novas regras orçamentais europeias (“Pacto Orçamental”), da crise pandémica covid-19 e da guerra Ucrânia-Rússia.

3.1. O período pré e pós-revolução 25 de abril

A primavera *marcelista* entre 1970 e 1973 gerou frustração pela ausência de reformas, seguindo-se anos de contestação social devido à continuidade da Guerra Colonial – cuja despesa chegou a representar cerca de metade da despesa pública em alguns anos do período entre 1961 e 1974 – e ao aumento do custo de vida, com a inflação superior a 10%, em 1972 (Gráfico II). A política orçamental é marcada pelo forte crescimento económico, nominal e real, e por aparentes excedentes orçamentais que caracterizavam a política orçamental da ditadura, sendo de salientar que só eram atingidos com recurso a muito significativos ajustamentos ao stock de dívida que não eram contabilizados no défice orçamental oficial. Em 1974, o regime ainda resiste à tentativa de golpe de Estado de 16 de março, mas a 25 de abril de 1974 o país observa a queda da 2.^a República.

²² Existem várias definições de dívida pública, destacando-se, dívida consolidada das AP, dívida consolidada líquida de depósitos das AP, ambas na ótica de Maastricht, e dívida direta do Estado. Estes conceitos sofreram alterações estatísticas nas últimas cinco décadas, não sendo perfeitamente comparáveis. Para efeitos de consistência e comparabilidade temporal utilizam-se os dados da série da dívida consolidada das Administrações Públicas (ótica de Maastricht) das séries longas da economia portuguesa elaborados pelo INE e BdP. Também são apresentados dados da série dívida direta do Estado que é uma medida alternativa da dívida pública (não consolidada) divulgada pelo IGCP e no passado pela JCP.

Sucedeu-lhe o Processo Revolucionário em Curso (PREC), que operou uma profunda transformação da política orçamental e económica portuguesa no pós-1974 caracterizada pelo fim da guerra e do império colonial, pelo regresso de cerca de 600 mil portugueses das colónias, pelo crescimento do Estado Social, por aumentos salariais expressivos, por um vasto programa de nacionalizações e controlos de preços. Em resultado, entre 1973 e 1976 o peso da dívida pública duplica, crescendo de 12,1% para 26,2% do PIB (vide Gráfico IV).

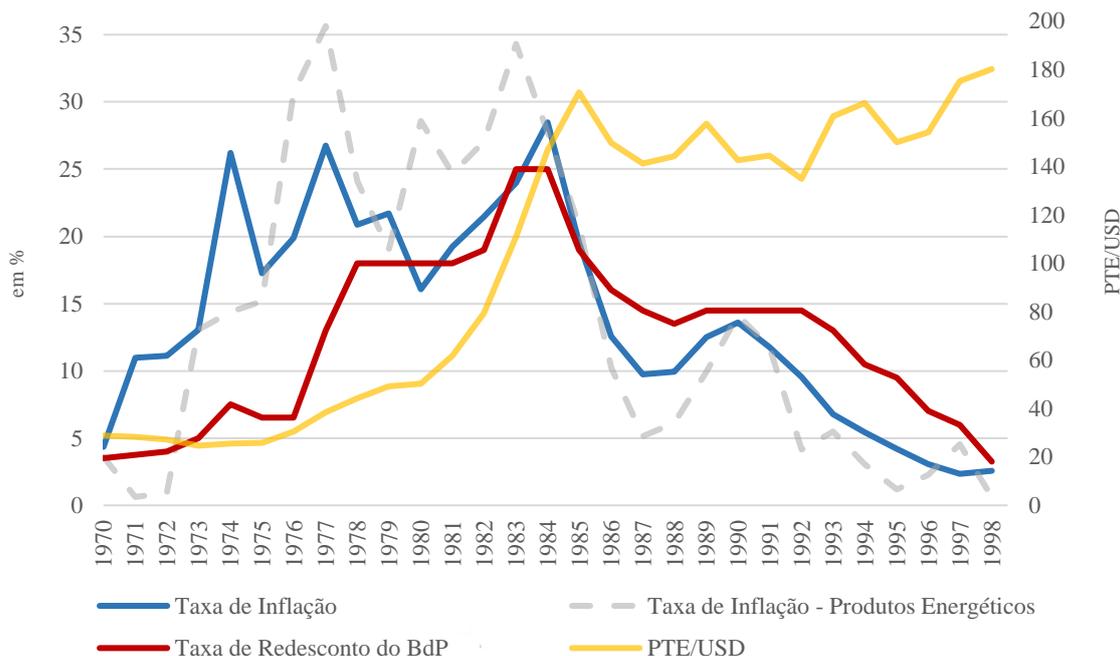
A conjuntura internacional foi igualmente adversa, com o fim do sistema *Bretton Woods*, em 1971, quando os EUA decretam, unilateralmente, o fim da convertibilidade do dólar em ouro e com a crise petrolífera de 1973, como resposta dos países da OPEP à guerra do *Yom Kippur*, onde os EUA defenderam Israel, no qual Portugal foi um dos países embargados devido à presença norte-americana nas Base das Lajes, nos Açores, contribuindo para muito expressivo aumento da taxa de inflação causado pelo incremento nos preços dos produtos energéticos. No entanto, em Portugal, esse impacto foi mitigado graças às remessas dos emigrantes até 1971, permitindo o incremento dos *stocks* de divisas, conjugadas com uma elevadas reservas de ouro, fizeram com que no curto-prazo, a Balança de Pagamentos continuasse positiva, possibilitando o controlo dos preços petrolíferos (Abreu, 2005a). Somente a partir de 1975, com a retirada do mesmo é que os preços sofreram alterações significativas ao registar uma variação anual superior a 35%, em 1977.

Entretanto, o fim do PREC, o início da consolidação da recente democracia portuguesa e uma crise de balança de pagamentos crescente, causada por défices elevados na Balança de Bens, fizeram com que a política monetária, cambial e económica, até então preocupada com o combate à recessão económica e o desemprego – por exemplo, através da estabilização da taxa de câmbio entre 1974-75, do controlo dos movimentos de capitais com o exterior²³, e de taxas de juro muito abaixo da inflação registada, traduzindo-se em taxas de juro reais bastante negativas (vide Gráfico X) –, se alterasse por completo. Assim, em fevereiro de 1977 Portugal solicita um resgate ao FMI, onde

²³ Segundo o artigo 13.º, da Lei Orgânica de 1975 do BdP, a emissão monetária deveria ser programada “*de maneira a coordenar a gestão das reservas cambiais e o crédito a conceder pelo Banco [de Portugal] com as necessidades de estabilização e desenvolvimento da economia*”.

adota uma desvalorização de 15% do escudo e é implementado o regime *crawling-peg*, com uma desvalorização deslizante mensal, inicialmente, de 1%, que passou, no ano seguinte, para 1,25% e uma desvalorização discreta de mais 6,1%, esta ao abrigo do acordo com o FMI (Zorrinho, 2018).

Gráfico II: Evolução da taxa de inflação no consumidor, taxa de redesconto do Banco de Portugal e taxa de câmbio PTE/USD entre 1970 e 1998



Legenda: A taxa de inflação (incluindo os “produtos energéticos”) e taxa de redesconto do BdP a leitura deve ser realizada pelo eixo da esquerda, enquanto a taxa de câmbio deve ser realizada no eixo da direita;

Fontes: A taxa de inflação e (incluindo os “produtos energéticos”) e taxa de redesconto do BdP retirada das séries longas do BdP/INE; Taxa de câmbio média anual PTE/USD retirada da compilação estatística produzida por Nuno Valério, em 2001.

Em consequência dessas alterações da política orçamental, a dívida direta do Estado cresce de 13,6% para 29,3% do PIB entre 1973 e 1978. Até 1977, o aumento da dívida pública ocorreu principalmente por meio de empréstimos internos do BdP, nacionalizado em 1974. A dívida externa permaneceu relativamente reduzida, em termos relativos, sendo o maior encargo a construção da barragem de Cabora-Bassa, em Moçambique.

Da análise dos relatórios do Conselho de Administração do BdP entre 1974 e 1979, conclui-se que o BdP adquiriu, anualmente, mais de 75% de todos os empréstimos internos emitidos pelo Estado português, entre 1977 e 1979 (vide Gráfico IX), salientando-se dessa forma a importância da monetização de dívida pública pela autoridade monetária no financiamento dos défices orçamentais deste período.

Constata-se que foram precisamente as OT, nas suas diferentes naturezas mencionadas na secção “Cronologia dos Instrumentos da Dívida Pública”, que registaram um crescimento no peso global dos diferentes instrumentos, representando 21,8% da dívida direta do Estado, em 1973, passando para 71,1%, em 1979 (vide Tabela IX). A participação de particulares, i.e., investidores a retalho, na aquisição desses títulos de dívida pública é inicialmente reduzida, mas ganha significado passando de 7,4% do total em 1975 para 10,3% do total, o melhor registo nessa década (BdP, 1977).

A condicionalidade imposta no âmbito do programa de ajustamento económico financeiro celebrado com o FMI em 1977 obriga à implementação de diversas alterações à política de gestão da dívida pública em 1978, nomeadamente: i) a redução da dependência dos instrumentos de curto-prazo no financiamento da dívida pública e o aumento da maturidade dos instrumentos de dívida pública; ii) o recurso a empréstimos externos para financiar défices orçamentais. Nesse ano, a dívida externa passou a representar 22,5% do total da dívida direta do Estado (BdP, 1979). Assim, o uso do endividamento ao exterior num período de política cambial restritiva resultou num aumento do peso da dívida externa de 3% para 6% do PIB entre 1977-78.

Em 1979, ocorre a segunda crise petrolífera, que resulta num aumento do preço de petróleo entre 1978-80 de USD 12,40 para USD 34,80 por barril de Brent, respetivamente²⁴. As economias desenvolvidas estavam estagnadas ou em recessão, pois aplicaram políticas restritivas como resposta ao choque. Todavia, o Governo de Portugal de então adotou uma política orçamental expansionista, revalorizou o escudo em 6% em 1980, reduzindo a taxa de depreciação mensal do escudo para 0,5% e implementando novos controlos de preços, nomeadamente dos preços dos combustíveis. Assim, os efeitos do choque petrolífero só foram repercutido em 1983, com a adoção de uma política orçamental restritiva, a desvalorização inicial do escudo de 12%, o aumento da taxa de redesconto do BdP para 25% – essa taxa tinha sido mantida em 18% entre 1978 e 1982 – e ao controlo do crédito interno, medidas de política económica que eram parte da condicionalidade exigida por um novo programa de ajustamento económico-financeiro celebrado com o FMI em 1983 (Comité de Datação dos Ciclos Económicos Portugueses, 2020a).

²⁴ Valores médios anuais (Fonte dos dados: Direção-geral de Energia e Geologia).

Nesse período, a dívida direta do Estado cresce muito rapidamente de 30,3% do PIB em 1980 para 54,8% do PIB em 1985. Esse aumento do endividamento público é financiado sobretudo internamente, com o aumento do peso relativo do crédito bancário em detrimento do uso do financiamento monetário através do BdP, apesar do financiamento monetário continuar a representar mais de 50% da fonte de financiamento (vide Gráfico IX). O maior interesse das OIMs pela compra de título da dívida é a consequência dos limites de crédito impostos pelas autoridades combinada com uma elevada liquidez das organizações e pouca alternativa de aplicações (BdP, 1983). Por outro lado, a dívida externa aumenta significativamente devido à desvalorização do escudo face ao dólar de 50,22 para 146,56 PTE por USD entre 1980 e 1984, sendo particularmente relevante uma vez que a maior parte da dívida externa do país estava denominada em dólares, algo que não ocorria em 1977, altura em que não só a dívida externa era inferior como a maior parte do financiamento externo estava denominado em marcos alemães.

Em resultado, só em 1982 foram emitidos 21 novos contratos de empréstimo externos (BdP, 1983). A despesa com juros que até ao fim da década de setenta rondava os 2% do PIB, passa em 1981 para 4% do PIB e atinge os 6,6% do PIB em 1985, valores consideravelmente elevados. De igual modo, o peso das amortizações agravou-se em 928% em termos nominais apenas cinco anos, passando dos EUR 67 milhões (0,8% do PIB) para EUR 693 milhões (3% do PIB) entre 1980-85.

Por fim, em 1985, constata-se o término de duas tendências. A primeira é o fim da tendência de crescimento do peso da dívida externa, que se tinha iniciado em 1978. Apesar da desvalorização de 16% da taxa de câmbio PTE/USD média (vide Gráfico II) entre 1978 e 1985, o escudo apreciou-se 7% em relação ao dólar entre o fim de 1984 e o fim de 1985. Assim, em 1985, as flutuações cambiais do dólar contribuíram para a redução do peso da dívida externa em, aproximadamente, EUR 21 milhões (0,1% do PIB). Por outro lado, o menor recurso ao financiamento externo em dólares e maiores amortizações dessa dívida contribuíram para o fim da tendência de crescimento da dívida externa.

A segunda tendência está associada à redução do peso do financiamento monetário. De facto, a partir de 1985 a aquisição de títulos de dívida pública por Outras Instituições

Monetárias (OIMs) e por Outras Instituições Não Monetárias (OINMs) – 41% do total do financiamento público obtido internamente em 1985– supera o peso da aquisição de títulos de dívida pública pelo BdP – 30% do total (vide Gráfico IX). Esta evolução reflete o novo modelo de financiamento das Administrações Públicas com a entrada em vigor do novo instrumento de dívida pública em 1985 (vide secção “Cronologia dos Instrumentos da Dívida Pública”) e a elevada procura destes instrumentos pelo sector não monetário (BdP, 1986). Como resultado da política orçamental fortemente restritiva do programa de ajustamento económico financeiro do FMI de 1983-1985, o saldo orçamental primário de 1985 é positivo pela primeira vez desde 1974 (vide Gráfico III).

3.2. Integração na União Europeia

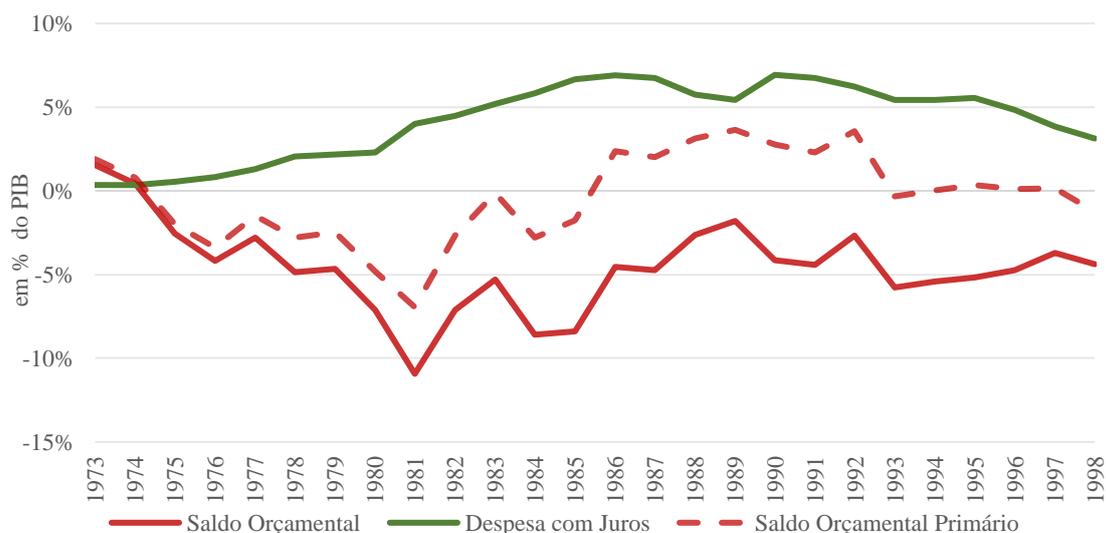
A partir de 1986, o país beneficia da consolidação do seu processo democrático e de uma maior estabilidade governativa – contrastem-se, por exemplo, os nove Governos Constitucionais (mais os cinco provisórios) entre 1974-85 com os quatro Governos Constitucionais em funções entre 1986-98, sendo três deles dirigidos pelo Prof. Dr. Aníbal Cavaco Silva.

A adesão à então Comunidade Económica Europeia ocorre em 1986 e em 1992 é assinado o Tratado de Maastricht, também conhecido como Tratado da União Europeia (TUE), que constituíram os pilares para a construção da futura União Económica e Monetária Europeia.

Para além das implicações do processo de integração europeia na política de gestão da dívida pública, nomeadamente através da diminuição e mais tarde proibição de financiamento monetário direto, os executivos social-democratas implementaram um programa de privatizações das empresas públicas, iniciado em 1989 e continuado, a partir de 1995, pelo partido socialista. Este processo de privatizações culminou com o forte crescimento do PIB nesse período contribuiu para a estabilização do rácio dívida pública/PIB ao longo deste período (vide Gráfico IV), não obstante o rápido crescimento da despesa e significativos défices orçamentais e ajustamentos ao stock de dívida pública.

Em 1997 a maior parte dos Estados-membros (EM) da União Europeia e todos da futura Área do Euro ratificaram o Pacto de Estabilidade e Crescimento (PEC), que estabelecia novas regras orçamentais europeias, através dos quais os Estados acederam em fortalecer a monitorização e a coordenação das políticas orçamentais e económicas pelas autoridades europeias, conforme estabelecido pelo TUE.

Gráfico III: Evolução do saldo orçamental, do saldo orçamental primário e da despesa com juros entre 1973 e 1998



Legenda: Saldo Orçamental (total e primário) e Despesa com Juros a leitura deve ser realizada pelo eixo da esquerda, enquanto a taxa de câmbio deve ser realizada no eixo da direita;

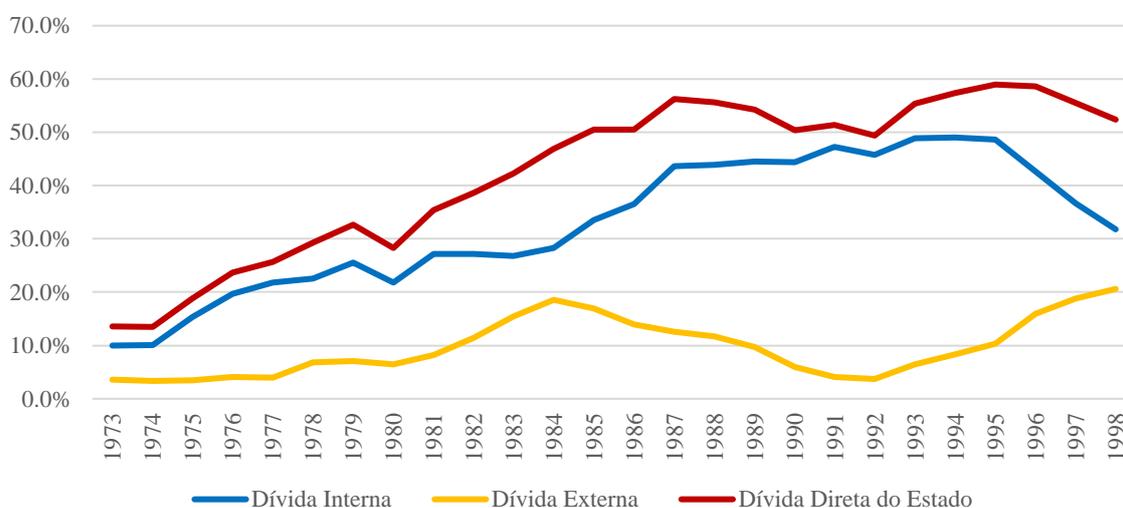
Fontes: Saldo Orçamental e Despesa com Juros retirada das séries longas do BdP/INE; Taxa de câmbio média anual PTE/USD e PTE/ECU retirada da compilação estatística produzida por Nuno Valério, em 2001;

Após a adesão à CEE, observa-se uma trajetória de convergência real do PIB *per capita*, em paridade do poder de compra, de Portugal e a média dos Estado-membros da CEE (vide Tabela X).

Esse período de 1986-1989 é também caracterizado por uma redução do défice orçamental por saldos orçamentais primários positivos (vide Gráfico III) (Abreu, 2001). Contribuiu, igualmente, a desvalorização do dólar e a redução das taxas de juro (vide Gráfico II) para a melhoria das relações de troca das exportações/importações (Pintado, 1994). Este também é um período caracterizado pela desinflação, interrompida a partir de 1989, devido ao sobreaquecimento da economia portuguesa e o aumento do preço do petróleo na sequência da Guerra do Golfo. Até esse ano, o BdP mantinha a política *crawling-peg*, o controlo dos limites de crédito e dos movimentos de capital. Contudo,

dada a previsibilidade da taxa de depreciação do escudo e as elevadas taxas de juro de redesconto internas, quando comparadas às demais moedas do SME, esta incentivava elevadas entradas de capital na economia, especialmente, no curto-prazo, aumentando a procura pelo escudo. O que obrigou a intervenções do BdP no mercado cambial para conter a apreciação real do escudo. A depreciação deslizando do escudo foi abandonada no ano seguinte, tendo sido introduzidas restrições à aquisição de títulos de dívida pública por não residentes (Abreu, 2005a).

Gráfico IV: Dívida Direta do Estado (interna e externa) entre 1973 e 1998, em % do PIB



Fontes: Orçamento do Estado de 1984 (Pag.70 - Quadro XVIII) para os anos entre 1973-79, para os anos 1980-95 retirados da base de dados da DGO e restantes baseado nas estatísticas do BdP.

No entanto, quando analisamos a rubrica da Dívida Direta do Estado (Gráfico IV) observa-se uma subida abrupta em meados da década de oitenta. Esse crescimento deve-se ao fenómeno da dívida oculta, isto é, dívida constituída por organismos do Estado, que não estava inscrita na dívida do sector Estado (Ministério das Finanças, 1989). E, às situações de regularização das dívidas das empresas públicas, que se haviam acumulado entre a década de setenta e oitenta, pois esta estava inscrita como passivo dessas entidades e não encontrava o devido reflexo na rubrica da dívida garantida, ocasionando uma distorção da rubrica da dívida direta do Estado (Secretaria de Estado do Tesouro, 1991). Esta situação, foi igualmente confirmada na nossa “Entrevista ao Doutor Eduardo Catroga”.

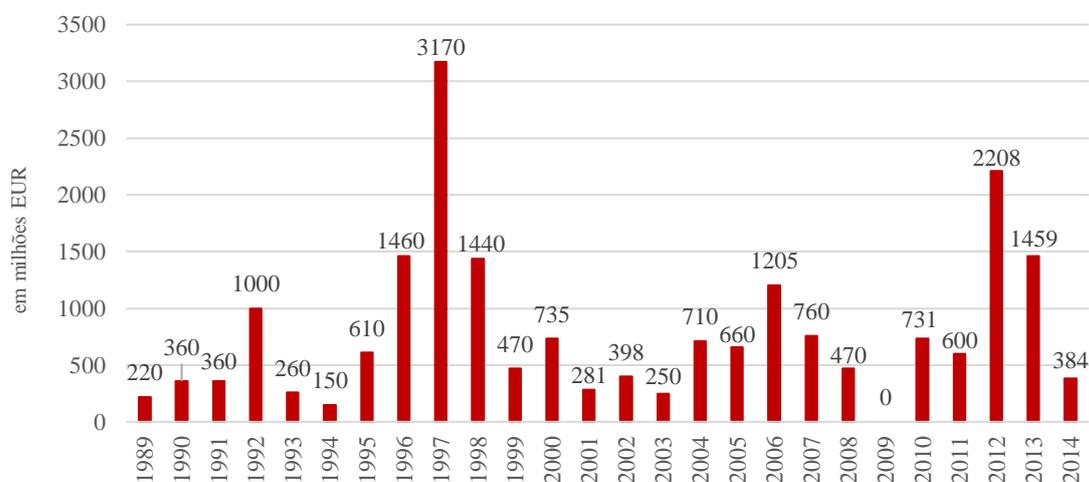
Assim, neste subperíodo 1986-89 destaca-se a redução do peso financiamento monetário realizado pelo BdP e do peso no financiamento da dívida pública por não residentes na aquisição da dívida soberana. Em contraste, aumenta o peso do financiamento da dívida pública realizado por instituições bancárias e não bancárias residentes (vide Tabela XI).

Este período é também caracterizado pela introdução de novos instrumentos de financiamento público, nomeadamente: os CA - série B e os títulos TF, que captaram um maior volume de poupanças das famílias; os BT que, como anteriormente referido, registaram significativa procura por parte das OIM e OINM; e as alterações legislativas às OT. Verifica-se, portanto, a redução do peso da dívida externa, tendência que se inverte a partir 1992, na sequência da adesão do escudo ao Sistema Monetário Europeu (SME).

O SME enfrenta uma crise após a reunificação da Alemanha. Em resposta ao aumento da despesa e défices públicos e ao aumento da taxa de inflação nesse país, o banco central alemão – o *Bundesbank* – adotou uma política monetária restritiva (Abreu, 2005b) aumentando a respetiva taxa de desconto para 8,75% em 1993, uma subida de mais 5 p.p. em apenas três anos (vide Gráfico XI). Como o marco alemão era a base do Mecanismo Europeu de Taxas de Câmbio (MTC), os demais países tiveram de seguir essa política para garantir a paridade das moedas, resultando num aumento generalizado das taxas de juro e no arrefecimento das respetivas economias. Em resultado, em Portugal o investimento e as exportações diminuem e o crescimento económico e a redução do défice verificados entre 1986-90 deram lugar a uma recessão e a um significativo aumento do défice orçamental e da dívida direta do Estado. Enquanto a Alemanha pode utilizar uma política orçamental expansionista para minimizar os impactos, Portugal seguia uma política orçamental restritiva para cumprir com os critérios do TUE. Esta foi a primeira recessão económica portuguesa no processo de integração europeia (Comité de Datação dos Ciclos Económicos Portugueses, 2020b).

A aprovação da nova Lei Orgânica do BdP²⁵, em 1990 tornou praticamente impossível a monetização dos défices públicos²⁶ e a partir de 1994, ficou proibido²⁷ o recurso desse mecanismo por parte dos governos que integraram a 2.ª fase da UEM. A partir de 1994, a economia portuguesa recupera da breve recessão e prossegue numa trajetória de desinflação, redução dos défices orçamentais, das taxas de juro e da dívida pública. Porém, observa-se um incremento do peso da dívida externa (vide Gráfico IV).

Gráfico V: Receitas das privatizações afetas à redução da dívida pública entre 1989 e 2014



Fonte: Baseado nos relatórios anuais do IGCP

Destaca-se, ainda, a importância do contributo das receitas das privatizações para redução da dívida pública. O primeiro passo foi dado na terceira revisão constitucional, em 1989, alterando o n.º 1 do artigo 83.º da 1.ª Constituição, onde “*todas as nacionalizações efetuadas depois de 25 de Abril de 1974 são conquistas irreversíveis das classes trabalhadoras*”, para o artigo 85.º que se lê o seguinte: “*A reprivatização da titularidade ou do direito de exploração de meios de produção e outros bens nacionalizados depois de 25 de Abril de 1974 só poderá efetuar-se nos termos de lei-quadro aprovada por maioria absoluta dos Deputados em efetividade de funções*”. A Lei-Quadro das Privatizações²⁸ surgiu no ano seguinte, em 1990, cujo objetivo, para além da redução do peso do Estado na economia e a liberalização da mesma, é que as receitas

²⁵ DL n.º 337/90, de 30 de outubro.

²⁶ Exceções estão contempladas no artigo 26.º e alínea b) do n.º 1 do artigo 35.º.

²⁷ DL n.º 231/95, 12 de setembro que alterou o artigo 25.º do DL n.º 337/90

²⁸ Lei 11/90, de 5 de abril.

provenientes das privatizações sirvam para reduzir a diretamente a dívida pública²⁹. Aliás, já em 1988, a prioridade do Executivo era que pelo menos 80% das receitas das privatizações fosse alocado à amortização da dívida pública, sendo que o remanescente poderia ser aplicado na reestruturação de empresas públicas com viabilidade económica comprovada³⁰. Contudo, em 1993, o Governo redefine as prioridades, reduzindo para 40% as receitas utilizadas para reduzir a dívida pública³¹.

Por conseguinte, as receitas provenientes das privatizações que ocorreram entre o período de 1989 a 1999 corresponderam a EUR 14 mil milhões, sendo que 9,5 mil milhões foram utilizados para amortizar diretamente a dívida pública (Gráfico V). Ou seja, cerca de 68% das receitas reduziram o *stock* de dívida. Destaca-se os anos de 1996 a 1998 cujo proveitos arrecadados pelo XIII Governo Constitucional, dirigido pelo Eng. António Guterres, ascenderam a mais de EUR 8,5 mil milhões, e respetivo pagamento da dívida pública cerca de 6 mil milhões, foram bastante mais elevados face aos demais anos. No entanto, não é surpreendente quando se lê os Programas de Privatizações de 1996/97³² e 1998/99³³ onde se verifica que neste período foram privatizadas grandes empresas públicas, como a EDP.

Sobre este governo do PS, as reações às políticas adotadas - aumento da despesa - são consensuais ao afirmar que beneficiaram da redução das taxas de juros devido à adoção das políticas adotadas no início dos anos 90, pelo governo PSD, com a criação do mercado de médio e longo prazo, que se traduziram no curto-prazo ao pagamento de taxa de juros mais elevadas. Porém, necessárias para dar confiança aos investidores. O que levou, por um lado, o Dr. Vítor Bento a afirmar que “*entramos no Euro graças ao que foi feito até 1995 e apesar do que foi feito depois*”. E, por outro lado, o Dr. Eduardo Catroga, referiu que o *deficit* orçamental só não foi mais elevado devido às receitas das privatizações entre 1996 e 1998.

²⁹ Alínea g) do artigo 3.º e artigo 16.º

³⁰ n.º 3, do artigo 3.º do DL n.º 453/88.

³¹ RCM n.º 55/93, de 14 de agosto.

³² RCM n.º 21/96, de 5 de março.

³³ RCM n.º 65/97, de 21 de abril.

3.3. Integração na Área do Euro

Em 2001, Portugal foi o primeiro estado-membro da Área do Euro a não cumprir as regras do PEC (Monteiro, 2006) - vide Gráfico VI. Em consequência, o Governo foi obrigado a adotar uma política orçamental restritiva (Comité de Datação dos Ciclos Económicos Portugueses, 2020c). A introdução da moeda única não significou apenas a perda da política monetária por parte dos Governos nacionais, agora sob a tutela do Banco Central Europeu (BCE), como também exigiu uma reflexão sobre o alinhamento entre a política orçamental e monetária (Afonso, Alves, & Balhote, 2019). Aliás, o Orçamento do Estado ganhou importância no contexto da UEM, pois, por um lado, deve ser suficientemente flexível para lidar com os choques externos, sendo o único instrumento independente de estabilização económica e, por outro lado, deve ser estruturado de forma a garantir a sustentabilidade da dívida pública a longo-prazo (Menguy, 2023).

Gráfico VI: Saldo Orçamental (total e primário) e Despesa com Juros entre 1999 e 2023



Fontes: INE

Entre 1999 e ao início da crise financeira internacional em 2007, a dívida direta do Estado cresce 12 p.p., atingindo os EUR 112 mil milhões. Isto tudo apesar de uma conjuntura relativamente favorável, com redução das taxas de juro diretas e consequentemente, a respetiva redução da taxa de juro implícita dos empréstimos (menos 1,5 p.p. entre 2000-07 – vide Tabela XII), que permitiu uma despesa com juros estáveis representado 2,8 a 3,0% do PIB, mesmo com o aumento do *stock* de dívida. E, das receitas das privatizações que contribuíram com EUR 5,4 mil milhões para a amortização da dívida (vide Gráfico V).

Verifica-se que a partir de 2005 há uma evolução positiva do défice e do saldo orçamental primário. No entanto, trata-se de um artifício contabilístico, como revelou o Dr. Bagão Félix, Ministro das Finanças à época, seguindo o exemplo da França, que adquiriu fundos de pensões de empresas públicas. Isto porque constituem um encaixe financeiro imediato através das contribuições dos participantes, mas não são contabilizadas as despesas futuras (vide secção “Entrevista ao Professor Doutor António Bagão Félix”). Assim, no final de 2004, o executivo transferiu para a Caixa Geral de Aposentações o fundo de pensões dos trabalhadores da Caixa Geral de Depósitos³⁴.

A crise financeira internacional de 2007-2009 resultou no rápido crescimento do nível da dívida pública de Portugal e de outros EM da área do euro. Aliás, a resposta inicial da Comissão Europeia (CE) à crise mundial que se sentia em 2008 foi a apresentação do Plano de Relançamento da Económica Europeia ao Conselho Europeu, uma receita *Keynesiana*, que previa a implementação de EUR 200 mil milhões que devia ser articulada entre os diferentes Estados-membros (Comissão Europeia, 2008). Mas, a recessão económica no espaço comum foi subestimada. Mais tarde, verificou-se que foi de -4,2% (contra o -1,8% previsto) e aplicação por parte dos países de aumento de gastos públicos conciliado com os estabilizadores automáticos fez com que a maioria dos países violasse as regras estabelecidas no PEC.

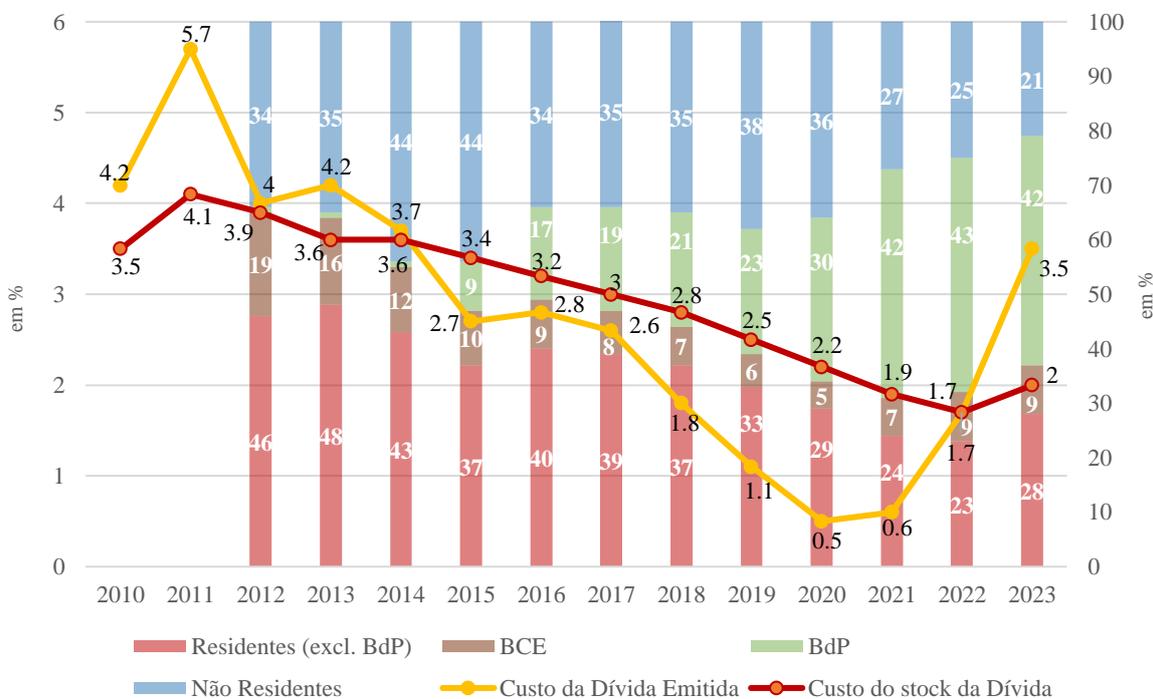
Por isso, observa-se o aumento do défice público português, que atingiu os -11,4% do PIB, em 2010, e as necessidades brutas de financiamento atingem, nesse ano, os 27,5% do PIB. Para financiar estas necessidades, entre 2007-10, recorreu-se aos BT (dívida de curto-prazo), que passou de EUR 9 mil milhões para 19 mil milhões, ou seja, um incremento em 113%, enquanto o recurso às OT cresceu 36% no mesmo período (vide Tabela XIII). Isto contribui para o aumento das amortizações nesse período especialmente devido ao recurso da dívida de curto-prazo (vide Tabela XIV). A utilização destes instrumentos, explica o crescimento 15,5 p.p. da dívida interna direta (vide Gráfico VIII) que passou a representar 28,5% do PIB. Desta forma, com o abrandamento da taxa de crescimento do PIB nominal, o aumento do défice orçamental e maiores necessidade brutas de financiamento, o rácio da dívida direta do Estado no PIB aumentou em 20 p.p. entre 2005 e 2010.

³⁴ DL n.º 240-A/2004, de 29 de dezembro e DL n.º 241-A/2004, de 30 de dezembro.

3.4. De crise em crise

Na sequência da crise financeira, as políticas expansionistas conseguiram atenuar o efeito da recessão, o PIB per capita de 2010 era ligeiramente superior ao de 2008, mesmo tendo recuado 2,2% em 2009. No entanto, foi alcançado em prejuízo dos défices orçamentais e endividamento público, especialmente nos países periféricos, como Portugal, com dívida externa (Comité de Datação dos Ciclos Económicos Portugueses, 2020d). Ora, rácio de dívida elevados, culminando com o aumento da aversão do risco dos agentes, preferindo títulos mais seguros e por isso optando pelas dívidas dos países do centro/norte da Europa, como a França ou Alemanha, fizeram com que a taxa de juro exigida a países como o nosso, fosse mais elevada. Segundo, o Dr. Vítor Bento as diferenças de *spread* existentes entre os diferentes EM refletiam o risco cambial e não necessariamente o aumento do risco de crédito. Isto porque, caso saíssem do Euro essa dívida teria de ser emitida na moeda nacional.

Gráfico VII: Custo da Dívida Direta do Estado (emitida e stock) e respetiva composição entre 2010 e 2023



Legenda: Custo da Dívida (emitida e stock, eixo da esquerda), detentores da dívida direta do Estado (eixo da direita).

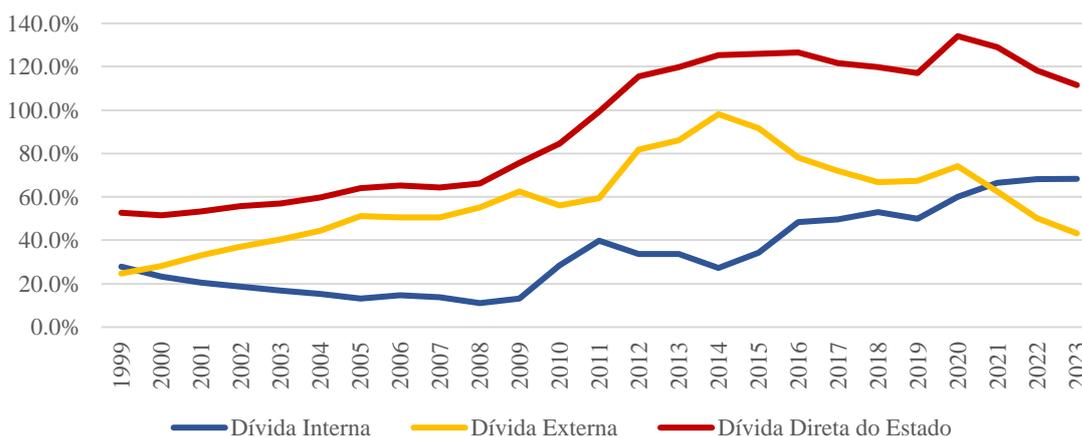
Fontes: Baseado nos dados nos respetivos relatórios anuais do IGCP.

Nota: os dados referentes ao quadriénio 2020-23 correspondem ao valor do stock no final do mês de novembro;

O então ministro das Finanças, Fernando Teixeira Santos, em entrevista ao seminário *Expresso*, afirmou que se os juros da OT a 10 chegasse a 7%, começava a hipótese do resgate (limiar da insustentabilidade). E chegou (vide Gráfico XII). Seis de abril de 2011, a *troika*, inicia as negociações que viriam a emprestar ao Estado português EUR 78 mil milhões, condicionado à adoção de um pacote de austeridade.

Aquando da assinatura do PAEF, no dia 17 de maio de 2011, o IGCP perdeu autonomia na gestão da dívida visto que a emissão de novos títulos da dívida de médio e longo-prazo foram suspensos (Russo, 2014). Deste maneira, os “empréstimos oficiais” tiveram um aumento na composição da dívida direta do Estado, que em 2011, representavam 21%, tendo esta incrementado até aos 36% do total da dívida, em 2014 (vide Tabela XIII). E, no primeiro ano de intervenção, o rácio da dívida aumenta 15 p.p e até ao fim da PAEF, o rácio atinge os 125% do PIB. Contudo, é determinante explicar que este acréscimo se deve pela combinação de dois fatores, o numerador, que entre 2011-14 aumentou EUR 42 mil milhões, e o denominador, o PIB, reduziu-se em 1,73%, nestes três anos dado que nos dois primeiros anos houve uma elevada recessão, todavia a partir de 2013 verifica-se uma recuperação da atividade económica.

Gráfico VIII: Dívida Direta do Estado (interna e externa) entre 1999 e 2023, em % do PIB



Fonte: Baseado nas estatísticas do BdP

Para além disso, o PAEF contemplava igualmente a necessidade de mais privatizações, o que originou a venda da REN, ANA, CTT e a participação remanescente do Estado na EDP, entre outras, o que explica o seu aumento entre 2011-14, que

contribuíram para uma amortização adicional de EUR 4,6 mil milhões (vide Gráfico V). Após o fim do PAEF, nenhuma privatização contribuiu para amortizar dívida pública.

A consolidação orçamental prosseguiu nos governos liderados pelo Dr. António Costa, tendo no ano seguinte, em 2015, sido obtido um saldo orçamental primário positivo (0,1%), e uma trajetória de redução do défice orçamental que alcançou inclusive o terreno positivo, em 2019 de 0,1% do PIB. No que respeita à trajetória da dívida, verifica-se que esta mantém-se em valores próximos de 125% do produto, mas que inicia um rumo descendente a partir de 2017, apesar de em termos absolutos, o montante da dívida aumentar todos os anos (vide Tabela XV). Por um lado, deve-se ao menor custo de financiamento neste período devido à política monetária aplicada pelo BCE, o *quantitative easing*³⁵ e teve como consequência a redução das taxas de juro de referência para próximo de zero (*zero lower bound*) ou inclusive abaixo deste limiar (*effective lower bound*). Aliás, o IGCP emitiu mais OT neste período para reembolsar antecipadamente o montante financiado pelo FMI visto que as taxas conseguidas eram mais favoráveis e o fundo não aplica penalizações pela restituição prévia do empréstimo (IGCP, 2016). Por outro lado, o crescimento da economia neste período contribuiu para a redução do peso da dívida pública. Salienta-se, igualmente, que a partir de 2015, com a mudança da política monetária e o início do APP há um incremento do peso do BdP como detentor da dívida pública, que no quadriénio 2015-19 passou dos 9% para os 23%, respetivamente (vide Gráfico VII).

A alteração da política monetária do BCE é considerada crucial para salvar a moeda única. O Dr. Vítor Bento destaca que apesar da ortodoxia europeia, houve lugar à flexibilidade para justificar a não violação dos tratados, mas, na prática tratou-se de financiamento monetário, sem o qual o Euro teria colapsado em 2011. A existência de “*risco cambial*”, nas suas palavras, dentro da UEM era autodestrutiva e, portanto, a adoção desta política permitiu a convergência das taxas de juros entre os EM.

Contudo, a crise pandémica, levantou questões quanto aos limites impostos pelo TUE, que já vinham sendo contestadas anteriormente devido às metas inflação não

³⁵ Instrumento não convencional da política monetária que permite ao BCE injetar liquidez na economia através da aquisição de títulos de dívida soberana em mercado secundário, diminuindo as taxas de juro a longo prazo. Em outubro de 2014, o BCE anuncia o Programa de Compra de Ativos (APP), tendo iniciado a 20 de novembro de 2014.

alcançadas, ao baixo crescimento e aos elevados níveis de dívida pública (Menguy, 2023). Assim, com a recessão que se observou no mundo, em 2020, a CE suspendeu ao abrigo das cláusulas existentes no PEC, conhecidas como *unusual events clause*³⁶ e *general escape clause*³⁷, o cumprimento das regras orçamentais para que os países pudessem intervir na economia (Parlamento Europeu, 2020).

A Europa pós-pandemia revelou um aumento sem precedentes da dívida pública dos Estados-membros, porém tratou-se de um aumento heterogéneo dentro da UEM (Martin, Pisani-Ferry, & Ragot, 2021). E Portugal não foi exceção. O rácio da dívida atingiu, em 2020, o valor mais elevado de sempre, os 134% do PIB e o peso do BdP continuou a aumentar sendo que em 2022, detinha 43% da dívida direta do Estado, valores tão elevados quanto os registados na década de oitenta. Porém, no ano seguinte, observa-se uma retoma da trajetória favorável e o nosso país foi dos poucos que inclusive respeitou as regras orçamentais, quando não estava obrigado a fazê-lo, tendo em 2022 retomado o *superavit*, cenário continuado em 2023. Desta feita, o rácio continuou a trajetória descendente pré-pandemia, somente interrompido pelo curto período pandémico.

³⁶ Artigo 5, 6, 9 e 10 da Regulação (EC) 1466/97.

³⁷ Artigo 3 e 5 da Regulação (EC) 1467/97.

4. Factores determinantes da evolução da dívida das Administrações Públicas entre 1973 e 2023

Esta secção analisa quantitativamente a evolução da dívida das Administrações Públicas visando, por um lado, identificar e decompor as principais determinantes para a sua variação no período 1970-2023 e, por outro lado, a forma adotada pelos Governos de Portugal para financiarem a dívida pública, nomeadamente a importância do recurso a novo endividamento e à monetização da dívida pública. A discussão é inserida no contexto nacional e internacional da época, procurando-se avaliar importância de instrumentos de política cambial, monetária e de gestão da dívida pública, bem como a importância do financiamento interno, doméstico, vis-à-vis financiamento externo. Utilizam-se para os cálculos apresentados nesta secção os dados da série dívida consolidada das Administrações Públicas (ótica de Maastricht), constantes das séries longas para a economia portuguesa do INE e BdP.

4.1. Decomposição do efeito do crescimento, despesa com juros, saldo orçamental primário e ajustamento défice dívida na variação da dívida das Administrações Públicas

Utiliza-se a seguinte fórmula (6), sem financiamento monetário, para determinar o impacto das diferentes variáveis na variação da dívida pública (Abbas et al., 2011; Eichengreen et al., 2019).³⁸

$$(6) \quad d_{t+k} - d_t = -g_{t+k} + r_{t+k} - sop_{t+k} + add_{t+k} + \varepsilon_{t+k}$$

Esta expressão indica-nos que a variação do peso do stock de dívida pública entre t e $t+k$, $d_{t+k} - d_t$, é igual à redução do peso do stock de dívida pública inicial em resultado do crescimento económico nominal acumulado nesse período, g_{t+k} , – efeito que designamos por “efeito do crescimento na redução do peso do stock de dívida pública inicial” –, mais o peso da despesa acumulada com juros nesse período, r_{t+k} , menos o

³⁸ A derivação da fórmula (6) é apresentada no Apêndice, secção “Explicação das fórmulas e cálculos utilizados para explicar os factores determinantes da evolução da dívida das Administrações Públicas entre 1973 e 2023”.

peso dos saldos orçamentais primários acumulados nesse período, sop_{t+k} , mais o peso dos ajustamentos déficit dívida acumulados nesse período, add_{t+k} .

A expressão (6) é utilizada para calcular os diferentes contributos para a variação do peso do stock da dívida das Administrações Públicas portuguesas entre $t=1970$ e $t+k=2023$ bem como para diferentes subperíodos deste intervalo temporal, que são apresentados na Tabela I (Abbas et al., 2011; Eichengreen et al., 2019).

De salientar que a coluna g_{t+k} estima o efeito do crescimento económico entre t e $t+k$ na redução do peso do stock da dívida pública em t , o que, para níveis iniciais do peso da dívida pública baixos (elevados) tende a subestimar (sobrestimar) o efeito do crescimento económico nominal na dinâmica de dívida porque não entra em linha de conta com o efeito desse crescimento económico na variação do stock de dívida pública nesse intervalo temporal entre t e $t+k$. Por conseguinte, inclui-se uma coluna adicional que estima o peso do crescimento acumulado em percentagem do PIB do ano final do período, que designamos por “efeito do crescimento em relação ao PIB $_{t+k}$ ”.

Tabela I: Decomposição da evolução do rácio da dívida das Administrações Públicas em relação ao PIB entre 1970 e 2023

Período	Dívida Pública/PIB			Decomposição (em % PIB $_{t+n}$)				
	Início (em % PIB $_t$)	Fim (em % PIB $_{t+n}$)	Δ (em p.p.)	Saldo Orçamental Primário (sop_{t+k})	Efeito do crescimento na redução do stock de dívida em t (g_{t+k})	Efeito do crescimento em relação ao PIB $_{t+k}$	Despesa com juros (r_{t+k})	Ajustamento défice dívida (add_{t+k})
1970-85	14,4%	54,8%	40,4	-12,0%	13,7%	94,9%	21,3%	20,8%
1985-98	54,8%	55,6%	0,8	8,0%	43,4%	79,1%	42,6%	9,5%
1998-11	55,6%	114,4%	58,8	-31,5%	20,4%	36,8%	34,6%	13,2%
2011-23	114,4%	97,9%	-16,5	6,6%	39,1%	34,1%	31,0%	-1,9%
1970-23	14,4%	97,9%	83,5	-11,9%	14,3%	99,6%	73,4%	12,6%

Fonte: SLEP, INE/BdP e cálculos do autor

Constata-se que o valor nominal da dívida pública (ótica de Maastricht) cresceu 1531 vezes (i.e., aumentou 153093%) entre 1970 e 2023 enquanto o PIB nominal cresceu “apenas” 224 vezes (i.e., aumentou 22433%).

O peso da dívida pública (ótica de Maastricht) aumenta 83,5 pontos percentuais (p.p.) de 14,4% do PIB em 1970 para 97,9% do PIB em 2023. A despesa acumulada com juros

neste período (r_{t+k}), de EUR 196,1 mil milhões em termos nominais, explica 73,4 p.p. do PIB (de 2023) do aumento da dívida pública nesse período. Note-se que a taxa de juro implícita média da dívida pública foi de 6,91% neste período³⁹, inferior à taxa de crescimento nominal média do PIB que foi de 10,76% por ano entre 1970 e 2023. Em resultado, o contributo do crescimento acumulado do PIB nominal para a sustentabilidade da dívida pública representou 99,6 p.p. do PIB de 2023 ou 101,7% do aumento stock nominal de dívida pública entre 1970 e 2023. É surpreendente que, dado o muito significativo diferencial de 3,85 p.p. entre a taxa de crescimento média do PIB nominal e a taxa de juro implícita média da dívida pública nesse período o contributo da despesa com juros para a variação do peso do stock da dívida seja em percentagem do PIB de 2023 seja tão elevado, o que provavelmente se explica, por um lado, por desvalorizações do escudo face às moedas em que a dívida do país estava denominada e pelos significativos ajustamentos défice dívida sobretudo entre 1970 e 2011.

O efeito do crescimento do PIB nominal na redução do stock inicial de dívida pública (g_{t+k}) é de apenas 14,3 p.p. do PIB no período entre 1970 e 2023 essencialmente porque o stock de dívida pública era de apenas 14,3% do PIB em 1970. Esse efeito do crescimento económico na redução do peso da dívida pública ganha relevância em 1985-98, 1998-2011 e 2011-23, à medida que o peso inicial da dívida pública aumenta.

Nesse período o saldo orçamental primário acumulado (sop_{t+k}) foi negativo, representando EUR 31,8 mil milhões e explicando 11,9 p.p. do PIB do aumento do peso da dívida pública entre 1970 e 2023. De salientar que o saldo orçamental primário acumulado foi negativo entre 1975 e 1985 e entre 2000 e 2015, sendo positivo nos restantes anos deste período.

Por último, de salientar o efeito dos ajustamentos ao stock de dívida não contabilizados no défice público, i.e., os ajustamentos défice-dívida (add_{t+k}), que somam EUR 34,9 mil milhões entre 1970 e 2023, representando 12,6 p.p. do PIB do aumento do peso dívida pública nesse período. Esses ajustamentos ao stock de dívida seriam de EUR 55,3 mil milhões entre 1970 e 2023 se fossem excluídas receitas de

³⁹ Parte da dívida pública era denominada em moeda estrangeira, pelo que a taxa de juro implícita da dívida estará subestimada, em particular, até ao fim dos anos 1980, quando ocorrem desvalorizações do escudo que resultam aumentos do stock de dívida externa expressos em moeda nacional.

privatizações explicitamente utilizadas para a redução da dívida pública, aqui estimadas em EUR 20,4 mil milhões.⁴⁰

De notar ainda que tanto a despesa com juros como os ajustamentos défice-dívida refletem o efeito flutuações cambiais com efeito tipicamente desfavorável na despesa com juros e nos ajustamentos défice-dívida, particularmente entre 1970 e 1975 e em períodos de apreciação do USD face ao PTE.

Tabela II: Decomposição da evolução do rácio da dívida das AP líquida de depósitos das AP em relação ao PIB entre 2011 e 2023

Período	Dívida pública líquida dos depósitos das APs/PIB			Decomposição (em % PIB _{t+n})				
	Início (em % PIB _t)	Fim (em % PIB _{t+n})	Δ (em p.p.)	Saldo Orçamental Primário (sop _{t+k})	Efeito do crescimento na redução do stock de dívida em t (g _{t+k})	Efeito do crescimento em relação ao PIB _{t+k}	Despesa com juros (r _{t+k})	Ajustamento défice dívida (add _{t+k})
2011-23	103,6%	93,7%	-9,9	6,6%	35,4%	34,1%	31,0%	1,0%

Fonte: SLEP, INE/BdP e cálculos do autor

No período 2011-2023 ganha relevância a designada “almofada financeira” (i.e., depósitos bancários) das Administrações Públicas, pelo que a Tabela II apresenta os determinantes da evolução da dívida pública consolidada (ótica de Maastricht), líquida de depósitos das Administrações Públicas. A principal diferença é que a variação negativa de 10,1 mil milhões de euros da dimensão da almofada financeira das Administrações Públicas em 2023⁴¹ explica o efeito negativo do ajustamento défice dívida no período 2011-2023 da Tabela I. Se corrigido deste efeito, o ajustamento défice dívida acumulado entre 2011 e 2023 representa apenas 1 p.p. do PIB de 2023 correspondentes a EUR 2,6 mil milhões.

De destacar na Tabela I que o peso do crescimento acumulado do PIB nominal em relação ao PIB_{t+k} é sempre superior ao respetivo peso da despesa acumulada com juros nominal em 1970-2023 e em todos os subperíodos temporais considerados, mas que esse diferencial é menor entre 1998 e 2011 e entre 2011 e 2023, período desde a adesão de

⁴⁰ Os ajustamentos défice-dívida seriam significativamente superiores se tivessem sido contabilizadas as receitas de privatizações afetas a despesa corrente e de capital, relativamente aos quais não dispomos de estimativas. Contudo, os saldos primários acumulados refletem a deterioração das contas públicas em resultado da não distribuição ao Tesouro de dividendos das empresas públicas privatizadas neste período.

⁴¹ Operação efetuada para reduzir o peso da dívida pública (ótica de Maastricht) abaixo dos 100% do PIB em 2023.

Portugal ao euro. Nesses dois períodos, a despesa acumulada com juros contribui para o aumento da dívida pública em 34,6 e 31,0 p.p. do PIB, respetivamente, enquanto o crescimento económico nominal “somente” representa 36,8 e 34,1 p.p. do PIB, respetivamente. Tal facto não surpreende porquanto entre 1998 e 2023 o crescimento médio anual do PIB nominal foi de 3,57%, inferior à taxa de juro implícita média da dívida pública que foi de 3,77%.

Entre 2011 e 2023 nota-se uma muito significativa redução do peso dos ajustamentos défice dívida, sugerindo melhor controlo do processo orçamental. Neste período, o volume de receitas de privatizações é de cerca de EUR 4,6 mil milhões, mas ocorrem significativas injeções de capitais em empresas públicas ou instituições multilaterais que são pelo menos em parte refletidas nos ajustamentos défice dívida, incluindo injeções de capital no Mecanismo de Estabilidade Europeu, no BES/Novo Banco, na Caixa Geral de Depósitos e na TAP, entre outras instituições. Por conseguinte, uma possível explicação para o muito baixo peso dos ajustamentos défice-dívida acumulados entre 2011 e 2023 de 1,3 p.p. do PIB de 2023 é que os défices orçamentais oficialmente publicados pelas autoridades estatísticas tenham sido sobrestimados neste período, em particular, em 2014, em 2017, em 2020 e em 2023.

4.2. Decomposição do efeito do crescimento, despesa com juros, saldo orçamental primário, ajustamento défice-dívida e emissão monetária na variação da dívida das Administrações Públicas

Tradicionalmente a política monetária apenas alterava a composição dos passivos públicos através de operações que, em termos consolidados, substituíam títulos de dívida pública por moeda pública e vice-versa. Ou seja, a política monetária consistia em operações de mercado aberto permanentes em que o Banco Central aumentava a base monetária (moeda em circulação e reservas bancárias) para adquirir títulos de dívida pública, ou vendia títulos de dívida pública reduzindo a base monetária.

O rendimento de senhoriagem é tipicamente definido numa perspetiva do Banco Central como o rendimento que é derivado dos ativos financeiros (leia-se, títulos de dívida pública) adquirida com a moeda criada por emissão monetária. Contudo, numa perspetiva das contas consolidadas das Administrações Públicas e do Banco Central a senhoriagem

ocorre quando o Banco Central monetiza dívida pública. Os rendimentos de senhoriagem do Banco Central correspondem à despesa com juros das Administrações Públicas relativa aos títulos de dívida pública que foram adquiridos pelo Banco Central. Em termos consolidados estes dois termos anulam-se.

Por conseguinte, o efeito teórico da emissão monetária na dinâmica de crescimento da dívida das Administrações Públicas é o de eliminar parte dessa dívida pública que é substituída por moeda, um passivo do Banco Central que em condições normais da condução da política monetária não paga juros, resultando na substituição (e redução) dessa dívida pública que resulta em despesa com juros por dívida pública que não paga juros.

Utiliza-se a seguinte fórmula, com financiamento monetário (emissão monetária), para determinar o impacto das diferentes variáveis na variação da dívida pública (Abbas et al., 2011; Eichengreen et al., 2019) passa a ser especificada por (8).

$$(8) (d_{t+k} - m_{t+k}) - (d_t - m_t) = -gm_{t+k} + rliq_{t+k} - sop_{t+k} + add_{t+k} - \Delta m_{t+k}$$

onde

$$(9) \quad gm_{t+k} = (d_t - m_t) \times \left(1 - \frac{1}{\prod_{i=t+1}^{t+k} (1+g_i)}\right)$$

Ou seja, esta expressão indica-nos que a variação do peso do stock de dívida pública líquida da emissão monetária entre t e $t+k$ é igual à redução do peso do stock de dívida pública líquida inicial em resultado do crescimento económico nominal acumulado nesse período, gm_{t+k} , mais o peso da despesa acumulada com juros nesse período líquida dos impostos e dividendos acumulados pagos pelo Banco de Portugal ao Tesouro, $rliq_{t+k}$, menos o peso dos saldos orçamentais primários acumulados nesse período, sop_{t+k} , mais o peso dos ajustamentos défice dívida acumulados nesse período, add_{t+k} e menos o peso da emissão monetária acumulada entre t e $t+k$, Δm_{t+k} no PIB_{t+k} .

Para evitar dupla contagem dos rendimentos de senhoriagem relativos à emissão monetária subtrai-se à rubrica despesa com juros acumulada das Administrações Públicas e adiciona-se à rubrica saldo orçamental primário acumulado das Administrações Públicas os dividendos e impostos sobre lucros acumulados pagos pelo Banco de Portugal

ao Tesouro, que estimamos totalizam EUR 8,7 mil milhões entre 1970 e 2023 (a melhoria da despesa líquida com juros por via dos rendimentos de senhoriagem traduz-se numa deterioração do mesmo valor nominal do saldo orçamental primário).

Assim, apresenta-se na Tabela III o resumo da dinâmica de dívida pública que procura contabilizar o efeito da emissão monetária (de notas e moedas) em Portugal entre 1970 e 2023.

Tabela III: Decomposição da evolução do rácio da dívida das AP líquidas de emissão monetária em relação ao PIB entre 1970 e 2023

Período	Dívida pública líquida da emissão monetária/PIB			Decomposição (em % PIB _{t+n})					
	Início (em % PIB)	Fim (em % PIB _{t+n})	Δ (em p.p.)	Saldo Orçamental Primário Líquido (<i>sop</i> _{t+k})	Efeito do crescimento na redução do stock de dívida em <i>t</i> (<i>gm</i> _{t+k})	Efeito do crescimento em relação ao PIB _{t+k}	Despesa líquida com juros (<i>rliq</i> _{t+k})	Ajustamento défice dívida (<i>add</i> _{t+k})	Emissão Monetária (Δm_{t+k})
1970-85	-0,1%	47,1%	47,2	-13,3%	-0,1%	94,9%	19,8%	20,8%	6,9%
1985-98	47,1%	50,8%	3,7	7,7%	37,3%	79,1%	42,4%	9,5%	3,2%
1998-11	50,8%	102,2%	51,5	-32,4%	18,7%	36,8%	33,6%	12,9%	8,9%
2011-23	102,2%	85,1%	-17,2	4,1%	34,9%	34,1%	28,6%	-1,7%	5,0%
1970-23	-0,1%	85,1%	85,2	-15,2%	-0,1%	99,6%	70,1%	12,6%	12,8%

Fonte: SLEP, INE/BdP e cálculos do autor

Os dados apresentados na Tabela III sugerem que a monetização de dívida através da emissão monetária de notas e moedas apenas têm tido um efeito direto de segunda ordem na redução do contributo da despesa acumulada com juros para a variação do peso da dívida pública. Entre 1970 e 2023, em termos acumulados, a despesa com juros da dívida pública, líquida dos dividendos e impostos sobre lucros pagos pelo Banco de Portugal ao Tesouro, terá contribuído para o aumento da dívida pública em 70,1 p.p. do PIB de 2023, quando, excluindo os rendimentos de senhoriagem, terá contribuído em 73,4 p.p. do PIB de 2023. Em contraste, a emissão monetária de notas e moedas em Portugal nesse período contribuiu para a redução da dívida pública líquida de emissão monetária em 12,8 p.p. do PIB, representando EUR 34,2 mil milhões entre 1970 e 2023. Por conseguinte, o efeito conjunto da emissão monetária e dos rendimentos de senhoriagem na redução da dívida pública entre 1970 e 2023 é aqui estimado em 16,1 p.p. do PIB de 2023 (=12,6+3,3), ainda assim superior ao efeito dos saldos orçamentais primários acumulados.

Note-se ainda que, ao contrário do que se poderia esperar, o efeito da monetização da dívida pública através de emissão monetária parece ter sido relativamente mais favorável desde que Portugal aderiu ao euro em 1 de janeiro de 1999, embora esse facto seja provavelmente explicado por uma menor taxa de crescimento nominal médio do PIB nesse período. De facto, entre 1998 e 2023, a emissão monetária de notas e moedas em Portugal contribuiu para uma redução da dívida pública líquida de emissão monetária de 10,8 p.p. do PIB de 2023 e para uma redução acumulada da despesa com juros através de rendimentos de senhoriagem de 3,1% do PIB, i.e., um efeito conjunto de 13,9 p.p. do PIB de 2023. Em contraste, entre 1970 e 1998 essas componentes de financiamento monetário representaram 4,7 p.p. e 0,5 p.p. do PIB de 1998 para a redução do peso da dívida pública líquida de emissão monetária.

Finalmente, importa referir que a estimativa de rendimentos de senhoriagem é imperfeita e aproximada porque, por um lado, não existem dados disponíveis dos rendimentos brutos dessa emissão monetária obtidos pelo Banco de Portugal e, por outro lado, não entram em linha de conta com o impacto da emissão monetária do Banco de Portugal na taxa de juro implícita da dívida da República, através do impacto indireto dessa emissão monetária nas taxas de juro de títulos de dívida pública nos mercados primário e secundário.

4.3. Decomposição do efeito do crescimento, despesa com juros, saldo orçamental primário, ajustamento défice-dívida e base monetária na variação da dívida das Administrações Públicas

Nesta secção estima-se a equação da dinâmica da dívida pública com financiamento monetário (Abbas et al., 2011; Eichengreen et al., 2019) recorrendo às séries longas do balanço do Banco de Portugal, somando as rubricas “Emissão Monetária”, “Reservas outras instituições financeiras” e “Reservas Administrações Públicas”. Essa equação passa a ser especificada por (10):

$$(10) (d_{t+k} - b_{t+k}) - (d_t - b_t) = -gb_{t+k} + rliq_{t+k} - sop_{t+k} + add_{t+k} - \Delta b_{t+k}$$

onde;

$$(11) \quad gb_{t+k} = (d_t - b_t) \times \left(1 - \frac{1}{\prod_{i=t+1}^{t+k} (1+g_i)}\right)$$

Ou seja, esta expressão indica-nos que a variação do peso do stock de dívida pública líquida da variação da nossa estimativa da base monetária entre t e $t+k$ é igual à redução do peso do stock de dívida pública líquida da base monetária inicial em resultado do crescimento económico nominal acumulado nesse período, gb_{t+k} , mais o peso da despesa acumulada com juros nesse período líquida dos impostos e dividendos acumulados pagos pelo Banco de Portugal ao Tesouro, rlq_{t+k} , menos o peso dos saldos orçamentais primários acumulados nesse período, sop_{t+k} , mais o peso dos ajustamentos défice dívida acumulados nesse período, add_{t+k} e menos o peso da variação acumulada da base monetária entre t e $t+k$, Δb_{t+k} no PIB_{t+k} .

Estas estimativas apresentam limitações. Em particular, entre outros vários aspetos, de salientar que a estratégia de política monetária do BCE difere da abordagem tradicional porque as operações de mercado aberto do Eurosistema podem resultar na aquisição temporária ou permanente de dívida do sector privado e de dívida de instituições multilaterais públicas, pelo que não são meras operações de alteração da composição dos passivos das AP dos respetivos estados-membros. Por outro lado, na implementação da política monetária o Eurosistema remunera as reservas em excesso da banca comercial, pelo que a moeda não tem custo zero, alterando os rendimentos de senhoriagem da moeda, particularmente a partir de 2022 com o aumento das taxas de juro de referência do BCE. Acresce que o BdP retira moeda de circulação, em termos líquidos, em resultado da despesa em espécie de turistas estrangeiros no país. Por fim, devido às diferentes regras de política monetária convencional e não convencional, o Eurosistema não aloca na íntegra as receitas de senhoriagem resultantes da emissão monetária (e da aquisição de dívida pública) de um EM ao Banco Central (e ao Tesouro) do respetivo estado-membro.

Não obstante, na perspetiva do autor, a Tabela IV apresenta a melhor estimativa conhecida do efeito de financiamento monetário na dinâmica da dívida pública portuguesa entre 1970 e 2023.

Os resultados da Tabela IV são sugestivos da enorme importância do financiamento monetário para a trajetória de sustentabilidade da dívida pública, em particular desde a

adesão ao euro, sobretudo com os programas não convencionais de expansão quantitativa que formalmente se iniciaram em 2011-2012 com o *Securities Market Programme* (SMP) sob a presidência de Jean-Claude Trichet, com o *Asset Purchase Programmes* (APP)⁴² sob a presidência de Mario Draghi entre março de 2015 e junho de 2022, e com o *Pandemic Emergency Purchase Programme* (PEPP) sob a presidência de Christine Lagarde entre março de 2020 e junho de 2024.

Tabela IV: Decomposição da evolução do rácio da dívida das AP líquidas da base monetária em relação ao PIB entre 1970 e 2023

Período	Dívida pública líquida da base monetária/PIB			Decomposição (em % PIB _{t+n})					
	Início (em % PIB)	Fim (em % PIB _{t+n})	Δ (em p.p.)	Saldo Orçamental Primário (<i>sop</i> _{t+k})	Efeito do crescimento na redução do stock de dívida em <i>t</i> (<i>gb</i> _{t+k})	Efeito do crescimento em relação ao PIB _{t+k}	Despesa líquida com juros (<i>r</i> _{t+k} - <i>seign</i>)	Ajustamento do déficit dívida (<i>add</i> _{t+k})	Base Monetária (<i>Δb</i> _{t+k})
1970-85	-6,8%	23,8%	30,6	-13,3%	-6,4%	94,9%	19,8%	20,8%	29,9%
1985-98	23,8%	47,5%	23,7	7,7%	18,9%	79,1%	42,4%	9,5%	1,6%
1998-11	47,5%	96,2%	48,7	-32,4%	17,5%	36,8%	33,6%	12,9%	12,8%
2011-23	96,2%	66,0%	-30,3	4,1%	32,9%	28,6%	28,6%	-1,7%	20,2%
1970-23	-6,8%	66,0%	72,7	-15,2%	-6,8%	99,6%	70,1%	12,6%	31,9%

Fonte: SLEP, INE/BdP e cálculos do autor

O autor estima que, entre 1970 e 2023, o financiamento monetário pelo Banco de Portugal contribuiu através da monetização da dívida pública para a redução do peso do stock de dívida pública líquida da base monetária em 31,9 p.p. do PIB de 2023, a que acrescem rendimentos de senhoriação estimados em 3,3 p.p. do PIB de 2023, i.e., 35,2 p.p. do PIB em conjunto. O impacto do financiamento monetário na sustentabilidade da dívida pública portuguesa estará claramente subestimado, por um lado, pelo efeito favorável dos programas de expansão quantitativa do BCE na taxa de juro dos títulos de dívida da República no mercado primário e secundário e, por outro lado, pelo impacto dessa política monetária na trajetória de crescimento nominal da economia e, por essa via, na evolução das receitas públicas e do saldo orçamental primário. Contudo, de notar que a política monetária do BCE, ao definir a taxa de juro de referência particularmente entre 2004 e 2011, teve efeitos adversos na economia portuguesa, ao contribuir para o aumento dos custos de financiamento da economia portuguesa e para o crescimento da dívida externa e do déficit da balança de rendimento primário do país.

⁴² <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/app/html/index.en.html>.

Por outro lado, esses programas de expansão quantitativa do BCE traduziram-se em alterações do balanço do BdP (e dos restantes bancos centrais da Área do Euro), com impacto adverso na sua rentabilidade e rendimentos de senhoriagem futuros.

5. Conclusões

Esta dissertação de mestrado é, tanto quanto se sabe, pioneira na investigação e análise da política de gestão de dívida pública portuguesa entre 1970 e 2023. Inclui a estimativa do contributo do financiamento monetário para a sustentabilidade da dívida pública portuguesa, a estimativa dos principais factores determinantes para a dinâmica da dívida e o registo histórico de séries de dados, alterações institucionais, enquadramento legal e do testemunho de altos responsáveis pela política de gestão de dívida portuguesa.

Dos resultados obtidos realçam-se três mensagens principais: (1) o financiamento monetário desempenhou um papel crucial na sustentabilidade da dívida pública, nomeadamente desde que Portugal aderiu à Área do Euro e, particularmente, com os programas de expansão quantitativa APP e PEPP, contribuindo diretamente para uma redução do peso da dívida pública líquida da base monetária em cerca de 35,2 p.p. do PIB de 2023; (2) o aumento do peso do stock de dívida pública entre 1970 e 2023 deveu-se, principalmente, à despesa com juros que, em termos cumulativos, representa 73,4 pontos percentuais do PIB de 2023; e (3) a dinâmica crescimento-juros ($g-r$) da dívida pública foi adversa desde que Portugal aderiu ao euro, período em que a taxa de crescimento nominal anual média da economia foi de apenas 3,57%, inferior à taxa de juro implícita média da dívida pública da República de 3,77%, relação que teria sido mais adversa não fora o efeito favorável da política monetária não convencional do BCE.

Salientam-se as dificuldades no acesso a alguns dados, como os relatórios & contas anuais da JCP entre 1985-95, importantes para a compreensão da dinâmica da dívida direta do Estado nesses anos. A secretária-geral do Ministério das Finanças apenas disponibilizou os relatórios entre 1975-84, sugerindo que recorrêssemos ao Arquivo Nacional da Torre do Tombo para os demais documentos (informação reiterada pelo IGCP). Pedido realizado no dia 24 de junho de 2024, mas até ao momento sem resposta.

Por fim, acreditamos que este trabalho tem elevado potencial para ser complementado com uma análise histórica mais abrangente, nomeadamente, aproveitando a informação que consta nas nossas entrevistas. Para além disso, esta análise pode ser alargada à dívida garantida do Estado e à dívida do Setor Empresarial do Estado que, regra geral e por simplificação e por falta de tempo e de espaço, não foram considerados nesta dissertação.

Bibliografia

- Abbas, S. A., Belhocine, N., ElGanainy, A., & Horton, M. (2011). *Historical Patterns of Public Debt - Evidence from a New Database*. IMF.
- Abreu, M. (2001). *Da Adesão à Comunidade Europeia à Participação na União Económica e Monetária: A Experiência Portuguesa De Desinflação No Período 1984-1998*.
- Abreu, M. (2005a). *Inflação e Política Monetária em Portugal antes da adopção do Euro*. Boletim Económico, Banco de Portugal, Departamento de Estudos Económicos.
- Abreu, M. (2005b). *A Participação do Escudo no Mecanismo Cambial do Sistema Monetário Europeu*. Boletim Económico, Banco de Portugal, Departamento de Estudos Económicos.
- Afonso, A., Alves, J., & Balhote, R. (2019). Interactions between monetary and fiscal policies. *Journal of Applied Economics*, 22, pp. 132-151.
- BdP (1977) *Relatório do Conselho de Administração - Gerência de 1976*. Lisboa.
- BdP (1979) *Relatório do Conselho de Administração - Gerência de 1978*. Lisboa.
- BdP (1983) *Relatório do Conselho de Administração - Gerência de 1982*. Lisboa.
- BdP (1986) *Relatório do Conselho de Administração - Gerência de 1985*. Lisboa.
- Bohn, H. (1998). The Behavior of U.S Public Debt and Deficits. *The Quarterly Journal of Economics*, 113, pp. 949-963.
- Comissão Europeia (2008). *Comunicação da Comissão ao Conselho Europeu: Plano de relançamento da economia europeia*.
- Comité de Datação dos Ciclos Económicos Portugueses (2020a). *Recessão de 1973-78: três crises numa só*. Obtido em junho de 2024, de Fundação Francisco Manuel dos Santos: <https://ffms.pt/pt-pt/estudos/1973-1978-tres-criSES-uma-longa-recessao>
- Comité de Datação dos Ciclos Económicos Portugueses (2020b). *1992-1993: A Crise que veio de fora*. Obtido em junho de 2024, de Fundação Francisco Manuel dos Santos: <https://ffms.pt/pt-pt/estudos/1992-1993-criSE-que-veio-de-fora>

- Comité de Datação dos Ciclos Económicos Portugueses (2020c). *2002-2003: Depois da euforia, a ressaca*. Obtido em junho de 2024, de Fundação Francisco Manuel dos Santos: <https://ffms.pt/pt-pt/estudos/2002-2003-depois-da-euforia-ressaca>
- Comité de Datação dos Ciclos Económicos Portugueses (2020d). *2010-13: A mais longa e severa das crises*. Obtido em junho de 2024, de Fundação Francisco Manuel dos Santos: <https://ffms.pt/pt-pt/estudos/2010-2013-mais-longa-e-severa-das-crises>
- Eichengreen, B. (2008). *Globalizing Capital: A History of the International Monetary System* (Vol. Second Edition). New Jersey, United States of America: Princeton University Press.
- Eichengreen, B. J., ElGanainy, A. A., Esteves, R. P., & Mitchener, K. J. (2019). *Public Debt Through the Ages*. IMF Working Papers.
- FMI (2016). *Factsheet: Acordo Stand-By do FMI*. Obtido em julho de 2024, de <https://www.imf.org/external/lang/portuguese/np/exr/facts/sbap.pdf>
- IGCP (2016). *Gestão da Tesouraria do Estado e da Dívida Pública - Relatório Anual de 2015*. Lisboa.
- Marinheiro, C. F. (2006). The sustainability of Portuguese fiscal policy from a historical perspective. *Empirica*, 33, pp. 155-179.
- Martin, P., Pisani-Ferry, J., & Ragot, X. (2021). Reforming the European Fiscal Framework. *Les notes du conseil d'analyse économique*, 63.
- Maxwell, J. A. (2010). Using Numbers in Qualitative Research. *Qualitative Inquiry*, 16, 475-482.
- Menguy, S. (2023). Limiting Public Expenditure to Ensure Public Debt Sustainability in the EMU. *Public Finance Review*, 52, pp. 78-110.
- Ministério das Finanças (1989). *Perguntas ao Ministro das Finanças - n.º 3: Dívida Pública ou Peso do Passado?*
- Monteiro, C. F. (2006). The sustainability of Portuguese fiscal policy from a historical perspective. *Empirica*, 33, pp. 155-179.

- Nunes, A. B. (2011). *The International Monetary Fund's Stand-by Arrangements with Portugal: An Ex-ante Application of the Washington Consensus?* Gabinete de História Económica e Social. Lisboa: ISEG.
- Parlamento Europeu (2020). *The 'general escape clause' within the Stability and Growth Pact: Fiscal flexibility for severe economic shocks.*
- Pintado, V. X. (1994). Que perspectivas para a economia portuguesa no quadro da união económica e monetária? Em U. C. Portuguesa, *Gestão e Desenvolvimento* (pp. 5-22).
- Russo, M. F. (2014). *A Gestão Ativa da Dívida Pública*. Instituto Superior de Gestão, Trabalho Final de Mestrado - Dissertação.
- Secretaria de Estado do Tesouro (1991). *Aspectos da Evolução e da Gestão da Dívida Pública em Portugal*. Lisboa: Ministério das Finanças.
- Ven, A. H., & Poole, M. S. (Julho de 1995). Explaining Development and Change in Organizations. *The Academy of Management Review*, 20, 510-540.
- Zorrinho, J. (2018). *O Processo de Intervenção do FMI em Portugal entre 1975 e 1985*. Trabalho Final de Mestrado - Dissertação. Faculdade de Ciências Sociais e Humanas da Universidade Nova de Lisboa. Obtido de Faculdade de Ciências Sociais e Humanas da Universidade Nova de Lisboa.

APÊNDICES

1. Breve História sobre as Instituições responsáveis pela Gestão da Dívida Pública

A Junta do Crédito Público (JCP) foi a entidade responsável pela gestão da dívida pública fundada, interna e externa, até 1995. Curiosamente, estas competências foram constituídas no anterior regime, em 1936, na Lei n.º 1933, de 13 de fevereiro, aquando de uma reforma nos serviços públicos. Contudo, a criação da JCP remonta a 1832, ainda o país se encontrava numa monarquia liberal, quando foi publicado o diploma de 16 de maio, sendo que somente em 1837 é que a junta inicia funções, pois houve necessidade de criar uma comissão de transição visto que a JCP substituíra duas instituições, a Junta dos Juros dos Reais Empréstimos, bem como o Erário Régio.

Em 1986, é dado o primeiro passo para o que se viria a transformar a Agência de Gestão da Tesouraria e da Dívida Pública, pois a gestão da dívida externa do Estado, encarregue conjuntamente à JCP e à Direção-Geral do Tesouro (DGT), dois departamentos tutelados pelo Ministério das Finanças, foi delegada unicamente a esta última por ser a que detinha mais deste tipo de dívida ⁴³. Assim, a partir dessa data a gestão da dívida encontra-se dividida entre estes dois organismos tutelados pelo Ministério das Finanças, onde, segundo o Dr. Vítor Bento, a JCP era responsável pela emissão dos CA e das obrigações do Tesouro e a DGT pela emissão da dívida externa e dos BT (vide secção “Entrevista ao Doutor Vítor Bento”).

Os países industrializados optaram por segmentar as tarefas relacionadas com a gestão da dívida pública e as relacionadas com a política monetária entre o Ministério das Finanças e o Banco Central, respetivamente. Assim, no Reino Unido, Suécia e Irlanda, que foi o país no qual Portugal se espelhou, atribui-se, ainda, a uma instituição a gestão exclusiva da dívida pública. Apesar de não ser consensual na orgânica institucional se existe um real benefício em atribuir a gestão da dívida a uma entidade externa ao Ministério das Finanças, é uma forma de garantir que essa missão não fica relegada para segundo plano visto que o ministério teria de repartir esforços para gerir a política

⁴³ DL n.º 170/86, de 30 de junho

orçamental e fiscal, e ainda, gerir a dívida pública (Russo, 2014). Contudo, num episódio descrito pelo Dr. Vítor Bento e confirmado pela Dr. Teixeira dos Santos, à época Secretário de Estado do Tesouro, numa viagem ao NTMA (*National Treasury Management Agency*) da Irlanda, verificaram que existiam reais vantagens no que respeita aos ganhos de eficiência e que os detratores da medida realçavam mais a perda de influência na gestão da dívida. Ou seja, tratava-se mais de perda de influência na orgânica do Governo.

Deste modo, a JCP, após 164 anos de funcionamento, e a DGT foram formalmente substituídas pelo Instituto de Gestão do Crédito Público, em 1996 na gestão da dívida pública. O Ministério das Finanças, realça de uma forma bastante clara as mudanças que se observavam à época, nomeadamente,

“na sequência do Tratado da União Europeia, o financiamento do Estado não beneficia hoje de qualquer privilégio especial - como foram o crédito potencialmente ilimitado do banco central e a aquisição obrigatória de dívida pública pelas instituições financeiras [porque desde esse marco o] financiamento do Estado é disputado no mercado, em concorrência com todos os outros operadores e em igualdade de condições”

No preâmbulo do Decreto-Lei n.º 160/96, de 4 de Setembro

O IGCP ficou responsável pela gestão da dívida direta do Estado, ou seja, negociar e contratar as diferentes modalidades da dívida pública e gerir o Fundo de Regularização da Dívida Pública. Esta mudança, ocorreu no XIII Governo Constitucional, liderado por António Guterres, porém, começou no Governo anterior, conforme revelado em entrevista pelo ex-ministro das Finanças, Dr. Eduardo Catroga, não sendo concluída devido à “falta de tempo político” (vide secção “Entrevista ao Doutor Eduardo Catroga”). No entanto, o Dr. Vítor Bento realça que, apesar de facto o tempo político não ter ajudado visto que ocorreram eleições legislativas em 1995, a medida não reunia total consenso no Governo à época, embora reunisse concordância no Ministério das Finanças, nomeadamente junto do Secretário de Estado Adjunto do Tesouro, Walter Marques.

Em 1998, com a publicação da Lei n.º 7/98, de 3 de fevereiro, surgiu a Lei-Quadro da Dívida Pública que se encontra atualmente em vigor, demonstrando a sua importância histórica na gestão da dívida pública. Para além de elencar os princípios pelos quais o IGCP se rege para assegurar o financiamento necessário para cada exercício orçamental, como o equilíbrio no médio prazo, a minimização dos custos e a prevenção da concentração temporal das amortizações. O diploma define, ainda, o que entende por

dívida flutuante⁴⁴ e fundada⁴⁵ e os instrumentos que estão à disposição para serem utilizados (algo que abordaremos no capítulo seguinte).

Posteriormente, ao abrigo do Decreto-Lei 86/2007, de 29 de março, o IGCP manteve a sua sigla, todavia, obteve uma nova designação, passando a ser Instituto da Gestão da Tesouraria e do Crédito Público. Esta mudança já constava, inicialmente, no preâmbulo do decreto-lei que deu origem ao instituto, como uma medida a adotar no futuro. Desta maneira, a entidade fica responsável de igual forma da gestão da tesouraria central do Estado, que estavam até à data delegadas na DGTF, permitindo que *“os saldos da tesouraria possam ser utilizados para compensar parcialmente os saldos da dívida, reduzindo a dívida pública direta do Estado em circulação e os respetivos encargos financeiros”*, pode se ler no preâmbulo.

As transformações descritas devem-se ao Programa de Reestruturação da Administração Central do Estado (PRACE), criado pelo XVII Governo Constitucional, que ao transferir as competências da DGTF para o IGCP, delegou na primeira a gestão do património público⁴⁶, extinguindo a Direção-Geral do Património, e a cooperação financeira internacional, que era da responsabilidade da Direção-Geral dos Assuntos Europeus e Relações Internacionais⁴⁷. A DGTF é ainda responsável pela dívida acessória e dos processos de concessão das garantias estatais.

Por fim, em 2012, o IGCP muda o seu regime jurídico-institucional, enquadrando-se agora nas entidades públicas empresariais (EPE). Novamente, a sigla mantém-se porque a marca já se encontra consolidada no plano internacional, apesar da mudança no nome para Agência de Gestão da Tesouraria e da Dívida Pública. Agora, ao IGCP compete a gestão da dívida das entidades do sector público empresarial cujo financiamento seja assegurado através do Orçamento de Estado, e ainda, a função de leiloeiro que atua no mercado regulamentado europeu de leilões de licenças de emissão de gases com efeito de estufa. Não obstante à equiparação da agência a uma instituição de crédito, não se encontra sujeita à supervisão do Banco de Portugal.

⁴⁴ dívida pública contraída para ser totalmente amortizada até ao termo do exercício orçamental em que foi gerada

⁴⁵ dívida contraída para ser totalmente amortizada num exercício orçamental subsequente ao exercício no qual foi gerada

⁴⁶ Bens imóveis e móveis não sujeitos a registo

⁴⁷ Decreto Regulamentar n.º 21/2007

Em síntese, ocorreram alterações significativas na política de gestão da dívida pública nos últimos 50 anos, isto se compararmos à relativa estabilidade que existiu durante o período do Estado Novo, que ficou sempre ao encargo da JCP, mas compreensível ao analisarmos as transformações ocorridas nestas décadas. Atualmente, o IGCP é o organismo responsável pela gestão, direta e indireta, interna e externa, da dívida pública assim como do sector empresarial do Estado cujo seu financiamento advém do OE, tendo desde a sua criação alargando as áreas de atuação, estando ainda sujeito à fiscalização do TdC.

2. Metodologia de cálculo e análise dos factores determinantes da evolução da dívida das Administrações Públicas entre 1973 e 2023

Esta secção explica a derivação das expressões algébricas dos factores determinantes para a variação da dívida pública, sem e com financiamento monetário, utilizados no capítulo “Factores determinantes da evolução da dívida das Administrações Públicas entre 1973 e 2023”.

Desta forma, utiliza-se na secção 4.1 a seguinte fórmula, sem financiamento monetário, para determinar o impacto das diferentes variáveis na variação da dívida pública (Abbas et al., 2011; Eichengreen et al., 2019).

$$(1) \quad D_{t+1} - D_t = R_{t+1} - SOP_{t+1} + ADD_{t+1}$$

onde todas as variáveis (em letras maiúsculas) estão expressas em termos nominais e D_t corresponde ao stock de dívida pública no ano $t+1$, R_{t+1} à despesa com juros no ano $t+1$, sop_{t+1} ao saldo orçamental primário no ano $t+1$, ADD_{t+1} é a componente de ajustamento défice dívida no ano $t+1$, isto é, o aumento do stock de dívida pública que não é contabilizado no défice orçamental público. O termo ADD_{t+1} é calculado para cada ano a partir das restantes variáveis da equação (1).

A expressão é generalizável a períodos de vários anos entre t e $t+k$:

$$(2) \quad D_{t+k} - D_t = \sum_{i=t}^{t+k} R_i - \sum_{i=t}^{t+k} SOP_i + \sum_{i=t}^{t+k} ADD_i + \varepsilon_{t+k}$$

Reescrevendo essa equação em termos relativos do peso dessas variáveis nominais em relação ao PIB do ano $t+k$, i.e., dividindo ambos os termos da expressão (2) por PIB_{t+k} , e passando a representar pelas respetivas letras minúsculas os somatórios (i.e., valores acumulados) das respetivas variáveis nominais entre t e $t+k$ a dividir pelo PIB_{t+k} , a expressão (2) pode ser reescrita da seguinte forma:

$$(3) \quad d_{t+k} - \frac{D_t}{PIB_{t+k}} = r_{t+k} - sop_{t+k} + add_{t+k}$$

Ora

$$PIB_{t+k} = PIB_t \times \prod_{i=t+1}^{t+k} (1 + gn_i)$$

Em que gn_t é a taxa de crescimento nominal do PIB no ano t . Logo,

$$(4) \quad \frac{D_t}{PIB_{t+k}} = \frac{D_t}{PIB_t} \times \frac{1}{\prod_{i=t+1}^{t+k} (1 + gn_i)} = d_t \times \frac{1}{\prod_{i=t+1}^{t+k} (1 + gn_i)}$$

Substituindo (4) em (3), somando a ambos os termos da equação (3) o termo $d_t \times \frac{1}{\prod_{i=t+1}^{t+k} (1 + g_i)} - d_t$ e simplificando esta expressão obtêm-se:

$$(5) \quad d_{t+k} - d_t = d_t \times \left(\frac{1}{\prod_{i=t+1}^{t+k} (1 + g_i)} - 1 \right) + r_{t+k} - sop_{t+k} + add_{t+k}$$

Designando $-g_{t+k} = d_t \times \left(\frac{1}{\prod_{i=t+1}^{t+k} (1 + gn_i)} - 1 \right)$ o efeito do crescimento económico nominal acumulado entre t e $t+k$ no stock de dívida pública inicial, a expressão (5) pode ser simplificada para:

$$(6) \quad d_{t+k} - d_t = -g_{t+k} + r_{t+k} - sop_{t+k} + add_{t+k}$$

Ou seja, esta expressão indica-nos que a variação do peso do stock de dívida pública entre t e $t+k$ é igual à redução do peso do stock de dívida pública inicial em resultado do crescimento económico nominal acumulado nesse período, g_{t+k} , - efeito que designamos por '*efeito do crescimento na redução do peso do stock de dívida pública inicial*' -, mais o peso da despesa acumulada com juros nesse período, r_{t+k} , menos o peso dos saldos orçamentais primários acumulados nesse período, sop_{t+k} , mais o peso dos ajustamentos défice dívida acumulados nesse período, add_{t+k} .

Em relação à secção 4.2 é utilizada a seguinte fórmula, com financiamento monetário (emissão monetária), para determinar o impacto das diferentes variáveis na variação da dívida pública da dinâmica da dívida pública (Abbas et al., 2011; Eichengreen et al., 2019) que passa a ser especificada por (7):

$$(7) \quad (D_{t+1} - D_t) - (M_{t+1} - M_t) = R_{t+1} - SOP_{t+1} + ADD_{t+1} - (M_{t+1} - M_t)$$

onde, além das variáveis dessa equação já descritas anteriormente, M_t é a estimativa da emissão monetária (notas e moedas) em t em Portugal, série publicada pelo Banco de Portugal. A variável emissão monetária subestima a dimensão da monetização da dívida pública pela política monetária, porque não compreende a variação das reservas bancárias depositadas junto do Banco Central em resultado de política monetária que resulte na monetização da dívida pública, isto é, a variação da base monetária em Portugal, série que, no contexto da Área do Euro, só pode ser estimada por aproximação e de forma simplificada e que aliás não é publicada pelo Banco de Portugal.

Aplicando à expressão (7) os passos descritos entre (1) e (6), esta pode ser reescrita da seguinte forma:

$$(8) \quad (d_{t+k} - m_{t+k}) - (d_t - m_t) = -gm_{t+k} + rliq_{t+k} - sop_{t+k} + add_{t+k} - \Delta m_{t+k}$$

onde

$$(9) \quad gm_{t+k} = (d_t - m_t) \times \left(1 - \frac{1}{\prod_{i=t+1}^{t+k} (1+g_i)}\right)$$

Ou seja, esta expressão indica-nos que a variação do peso do stock de dívida pública líquida da emissão monetária entre t e $t+k$ é igual à redução do peso do stock de dívida pública líquida inicial em resultado do crescimento económico nominal acumulado nesse período, gm_{t+k} , mais o peso da despesa acumulada com juros nesse período líquida dos impostos e dividendos acumulados pagos pelo Banco de Portugal ao Tesouro, $rliq_{t+k}$, menos o peso dos saldos orçamentais primários acumulados nesse período, sop_{t+k} , mais o peso dos ajustamentos défice dívida acumulados nesse período, add_{t+k} e menos o peso da emissão monetária acumulada entre t e $t+k$, Δm_{t+k} no PIB_{t+k} .

Em resultado à secção 4.3 é utilizada a seguinte fórmula, com financiamento monetário (base monetária), para determinar o impacto das diferentes variáveis na variação da dívida pública da dinâmica da dívida pública (Abbas et al., 2011; Eichengreen et al., 2019) que passa a ser especificada por (10):

$$(10) \quad (D_{t+1} - D_t) - (B_{t+1} - B_t) = R_{t+1} - SOP_{t+1} + ADD_{t+1} + (B_{t+1} - B_t)$$

onde, além das variáveis dessa equação já descritas na secção 4.1 e 4.2 (ver equações (1) e (8)), B_t é a base monetária em t . Essa série é calculada a partir da emissão monetária de notas e moedas emitidas em Portugal a que se somam as reservas dos bancos comerciais depositadas junto do Banco de Portugal e aos depósitos das Administrações Públicas junto do Banco de Portugal. Não se contabiliza o crédito que o Banco de Portugal tem em relação à emissão monetária de notas do conjunto do Eurosistema.

Aplicando à expressão (10) os passos descritos entre as fórmulas (1) e (8), esta pode ser reescrita da seguinte forma:

$$(11) \quad (d_{t+k} - b_{t+k}) - (d_t - b_t) = -gb_{t+k} + rliq_{t+k} - sop_{t+k} + add_{t+k} - \Delta b_{t+k}$$

Onde

$$(12) \quad gb_{t+k} = (d_t - b_t) \times \left(1 - \frac{1}{\prod_{i=t+1}^{t+k} (1+g_i)} \right)$$

Ou seja, esta expressão indica-nos que a variação do peso do stock de dívida pública líquida da variação da nossa estimativa da base monetária entre t e $t+k$ é igual à redução do peso do stock de dívida pública líquida inicial em resultado do crescimento económico nominal acumulado nesse período, gb_{t+k} , mais o peso da despesa acumulada com juros nesse período líquida dos impostos e dividendos acumulados pagos pelo Banco de Portugal ao Tesouro, $rliq_{t+k}$, menos o peso dos saldos orçamentais primários acumulados nesse período, sop_{t+k} , mais o peso dos ajustamentos défice dívida acumulados nesse período, add_{t+k} e menos o peso da variação acumulada da base monetária entre t e $t+k$, Δb_{t+k} no PIB_{t+k} .

3. Abordagem metodológica para a recolha de testemunhos: Entrevistas com responsáveis pela política de gestão da dívida pública

Esta secção explica a metodologia adotada nas entrevistas realizadas, sendo parte crucial do método triangular adotado para este trabalho de forma a complementar a informação dada.

Assim, inicialmente, o objetivo foi recolher testemunhos de todos os períodos analisados, principalmente, de intervenientes políticos e técnicos que estiveram relacionados com a gestão da dívida pública e/ou marcos legislativos importantes.

Desta forma, foi possível, graças ao empenho do Prof. Ricardo Cabral, recolher testemunhos dos principais intervenientes, concretamente, de vários ministros das Finanças nos seus respetivos anos. Por ordem cronológica, temos os testemunhos do Dr. Eduardo Catroga (ministro das Finanças entre 1993-95), Prof. Dr. Bagão Félix (ministro das Finanças e da Administração Pública entre 2004-05), Prof. Dr. Teixeira dos Santos (ministro das Finanças entre 2005-09; ocupou o cargo de ministro da Economia e da Inovação por breves meses no ano de 2009; ministro do Estado e das Finanças entre 2009-11) e o Prof. Dr. João Leão (ministro do Estado e das Finanças entre 2020-22). Importa ainda frisar, que o Prof. Dr. Teixeira dos Santos foi secretário de Estado do Tesouro entre 1995 e 1999 e o Prof. Dr. João Leão, secretário de Estado do Orçamento, entre 2015 e 2020.

Recolheram-se, ainda, testemunhos dos responsáveis pela gestão direta da dívida pública, como o Dr. Manuel Pinho que foi presidente da Junta de Crédito Público e diretor-geral da DGT entre 1992 e 1994, e do seu sucessor, o Dr. Vítor Bento que ocupou esses cargos entre 1994 e 1996, tendo sido depois o primeiro presidente do IGCP, cargo que ocupou entre 1996 e 2000.

Os pedidos de entrevista foram iniciados pelo Prof. Ricardo Cabral na qual, previamente, contactava com os entrevistados questionando a sua disponibilidade para a realização das entrevistas. Quando a resposta era positiva, procedia-se à elaboração do convite onde constavam as principais perguntas que se iriam realizar na entrevista. No

entanto, importa esclarecer que a entrega prévia das perguntas não limitava a possibilidade de realizar outras questões.

As entrevistas foram todas conduzidas de forma online, através da plataforma *Zoom*, com exceção da entrevista do Dr. Eduardo Catroga, que foi presencial, e do Dr. Manuel Pinho, que optou por responder por escrito às questões colocadas. E ainda, o Dr. Eduardo Catroga e o Dr. Vítor Bento facultaram-nos textos relevantes da respetiva autoria que são citados no texto editado das entrevistas.

Todas as entrevistas ocorreram com a supervisão e intervenção do Prof. Ricardo Cabral. E, foram todas tiveram o seu áudio gravado através da aplicação *Dictafone*. Para ajudar na transcrição das entrevistas recorreu-se à plataforma *Transkriptor*, tendo-se posteriormente realizado o trabalho de revisão editorial para melhor compreensão do texto escrito. Estas transcrições editadas pelo autor e pontualmente pelo seu orientador foram enviadas aos entrevistados para respetiva verificação e edição. Somente após a validação pelos mesmos é que disponibilizaremos as respetivas transcrições.

4. Entrevista ao Doutor Manuel Pinho

Entrevista ao Doutor Manuel Pinho, que optou por responder por escrito no dia 26 de maio as perguntas endereçadas no dia 23 desse mesmo mês.

Daniel Veiga: Conforme descreve o IX Governo Constitucional no preâmbulo do decreto-lei n.º 321-A/85, de 5 de agosto, responsável pela alteração de BT, a partir de 1985 os défices orçamentais devem “ser financiados cada vez mais a preços formados em mercado e com menor recurso à criação de moeda primária economia e a permitir o aperfeiçoamento da gestão da dívida pública e do controle monetário, atualmente demasiado assente na administração direta do preço e quantidade do crédito bancário”. Assim sendo, era imperativo para entrar na então CEE que Portugal procurasse o seu financiamento junto do mercado?

Dr. Manuel Pinho: Não era imperativo quando Portugal aderiu à CEE em 1986. O referido decreto-lei de 1985, da autoria do governo de Mário Soares, quando Ernâni Lopes era ministro das Finanças e Portugal estava sob assistência financeira do FMI, apenas estabeleceu a emissão de bilhetes do Tesouro. Apesar da designação de bilhetes do Tesouro, tratava-se de títulos com uma maturidade até 1 ano emitidos diretamente pelo Banco de Portugal com o duplo propósito de financiar o estado e absorver/ injetar liquidez na economia. O Tesouro tinha uma conta no Banco de Portugal e apenas usava os recursos necessários para o financiamento do Estado, que eram muito inferiores ao montante de BT's emitidos.

Em 1990 foi publicada uma nova lei orgânica do Banco de Portugal, assegurando-lhe efetiva independência. Em 1992, o escudo integrou o mecanismo de taxas de câmbio do SME e nesse mesmo ano tornou-se convertível através da eliminação das restrições aos movimentos de capitais com o exterior. Tal configurou uma mudança de regime económico e monetário, sendo a função do Banco de Portugal assegurar a estabilidade monetária (inflação e taxa de câmbio) e a supervisão do sistema financeiro. A mudança de regime monetário implicou fortes mudanças ao nível da gestão da dívida pública.

Daniel Veiga: Para além da diminuição desta fonte de financiamento, quais foram as mudanças mais significativas que destacaria após a entrada de Portugal na CEE?

Dr. Manuel Pinho: As mudanças não tiveram a ver com a entrada na CEE, mas com o processo de criação da UEM.

Daniel Veiga: Desde a entrada em 1986 até à adesão ao Euro, quais as medidas que considera fulcrais para que tenha sido possível a criação dos mercados primário e secundário de dívida pública?

Dr. Manuel Pinho: As medidas tiveram a ver com a mudança de regime monetário em 1992, não com a adesão à CEE em 1986: 1) Mercado de balcão destinado às transações entre profissionais; 2) Eliminação de taxas de bolsa; 3) Sistema DVP destinado a prevenir falhas; 4) Regulamentação das operações de reporte; 5) Eliminação da retenção na fonte dos rendimentos de investidores estrangeiros. Ao mesmo tempo, em 1992- 93 retomaram as emissões da República nos mercados internacionais, que tinham sido interrompidas em 1985.

Daniel Veiga: Enquanto Presidente da Junta do Crédito Público, quais as medidas que mais destacaria dada a sua relevância para como se gere a dívida pública atualmente?

Dr. Manuel Pinho: As medidas relevantes foram da responsabilidade do Tesouro, não foram da JCP.

Daniel Veiga: Foi dos últimos presidentes da JCP, preparou a transição para o que viria ser o organismo que o substituiu, o IGCP? Se sim, como preparou o processo?

Dr. Manuel Pinho: Fui simultaneamente diretor do Tesouro e presidente da JCP, o que até então não se tinha verificado. O Tesouro tinha como missão gerir a tesouraria do estado e a responsabilidade pela emissão de bilhetes do Tesouro, obrigações do Tesouro a taxa fixa e dívida externa emitida nos mercados internacionais. Porém, em termos de gestão da dívida pública a responsabilidade do Tesouro era virtualmente nula. A JCP, criada em 1832, era à data responsável pelos certificados de aforro e dívida de médio prazo a taxa variável (essencialmente FIP's).

A preparação do IGCP nada teve de complexo porque consistiu em centralizar numa só unidade as actividades que tinham o mesmo responsável. Ao ser criado um instituto público foi possível dotá-lo de melhores condições técnicas e de recrutamento. Na altura, este modelo já existia noutros países.

5. Entrevista ao Doutor Eduardo Catroga

Entrevista presencial realizada nas instalações do ISEG, pelas 11 horas no dia 6 de junho de 2024, editadas para melhor compreensão e complementadas, a pedido do entrevistado, com extratos relevantes do conteúdo de capítulos do livro do Dr. Eduardo Catroga “22 meses no Ministério das Finanças” que retrata os anos de 1994-95 e a sua passagem pelo Ministério das Finanças.

O Dr. Eduardo Catroga iniciou a entrevista descrevendo o enquadramento macroeconómico quando iniciou funções como Ministro das Finanças e destacando a trajetória de desinflação vivida desde meados da década de 80 e o crescimento económico alcançado de 1986 a 1995 com a estabilidade política, a entrada na CEE e a coerente política económica implementada:

“Nos anos 80, Portugal chegou a registar inflação entre 20% e 30%. A partir desse pico, Portugal inicia um processo de redução da taxa de inflação que tinha caído para 6%-7% à época. (...) Tivemos décadas de crescimento robusto da economia portuguesa entre 1950 e 1974. E, posteriormente, tivemos um segundo período de ouro de convergência real entre 1985 e 1995. A política económica tinha dois pilares fundamentais, por um lado, o reforço da estabilidade do quadro macroeconómico e, por outro, as medidas estruturais do lado da “oferta” para a melhoria da produtividade e competitividade (*supply-side economics*). Procurou-se, assim, uma combinação adequada das políticas de curto-prazo (orçamental, cambial e rendimentos) com medidas estruturais que são exemplos a política de privatizações, o desenvolvimento do mercado de capitais, os impulsos à melhoria do funcionamento competitivo dos mercados de produtos e serviços, e reforço da regulação económica, flexibilização do mercado de trabalho, etc”.

O Ministro das Finanças, na altura, não era o Ministro do Orçamento, como tem sido nos últimos anos. Era o Ministro da Política Económica e Financeira. No meu caso, sendo independente, tinha a confiança política, pessoal e técnica do Primeiro-Ministro [Prof. Aníbal Cavaco Silva], era eu que coordenava a política económica e financeira do Governo (...). Com esta afirmação visou contextualizar a filosofia e o enquadramento político da atuação do Ministério das Finanças, sem prejuízo da responsabilidade direta dos outros ministros nas respetivas pastas. Eu tinha uma espécie de magistratura de

influência, uma tutela técnica e suave, sobre os outros colegas no Governo. Uma ação de orientador da política económica e financeira global e integrada.

Escrevi o livro de “prestação de contas” como Ministro das Finanças aos portugueses no verão de 1995, meses antes das eleições legislativas marcadas para outubro desse ano. Antes disso, o Primeiro-Ministro tinha-nos dito “agora desacelerem nos últimos 6 meses, não vamos tomar medidas estruturais, porque vão ocorrer eleições”. Recordo que foram realizadas mais de 20 operações de privatização em cerca de 20 meses. Foi no período em que o Governo esteve em gestão corrente, antes das eleições, que eu escrevi este livro.

Daniel Veiga: Como era a política de gestão da dívida na altura em que exerceu o cargo de Ministro das Finanças?

Na altura, a dívida pública estava a aumentar por diferentes fatores.

Em Catroga (1995, p. 247) destaca que a análise da dívida pública deve ser realizada tendo por base o rácio dívida/PIB e não como em “*frequentes análises mediáticas [que] tentam impressionar a opinião pública com o valor absoluto da dívida do Estado*”.

Para o aumento da dívida pública não contribuí apenas o défice orçamental, [mas também os ajustamentos défice-dívida porque] havia ainda que regularizar e sanear as várias situações financeiras do passado. É o caso, por exemplo, da assunção de passivos das empresas públicas, como a TAP e a Siderurgia Nacional, a regularização de situações pendentes em caso derivados da descolonização, déficits acumulados nos Fundos e Serviços Autónomos, etc. Aliás, um quinto das necessidades de financiamento de 1994 (1,5% do PIB) correspondem a regularizações de dívida de diversas situações no passado (...), isto é, não resultaram de situações criadas durante o próprio ano. Recordo o reforço dos capitais próprios da TAP para a preparar para a sua primeira privatização naquela época. A empresa ficou como uma boa estrutura financeira em 1995-96. Passou a ganhar dinheiro em 1997-98 e o Eng.º Guterres começou a privatizar a TAP. Simplesmente escolheu a noiva errada. Escolheu a *SwissAir* que estava falida.

No final do meu mandato em 1995, a dívida pública representava 62% no PIB. Contudo, o serviço da dívida ainda representava 5,5% do PIB, porque as taxas de juro da dívida da República eram muito elevadas. Portanto, à medida que nos aproximámos da data da entrada [na área do euro] a grande preocupação da política económica e financeira, que aliás está expressa no supracitado livro, foi a convergência real e a convergência nominal das taxas de inflação e taxas de juros. As taxas de juros foram descendo particularmente a partir dos finais de 1995, com a perspectiva de que Portugal iria cumprir os critérios de convergência nominal para participar como membro estado fundador na Área do Euro. O risco da dívida pública da República passou a ser quase o risco da dívida pública da Alemanha. Em consequência, o peso da despesa com juros da dívida pública, que era 5,5% do PIB em 1995, para um stock da dívida pública de 62% do PIB, passou para 3% do PIB em 2000 [...].

Na minha perspetiva, os objetivos da gestão da dívida pública são a minimização do custo da dívida numa base intertemporal, o que requer o funcionamento eficiente do mercado financeiro e a existência de um conjunto de instrumentos de dívida que permitam uma adequada e flexível diversificação. Portanto, exige uma preocupação relativa ao desenvolvimento do mercado financeiro de dívida pública.

Em Catroga (1995, p. 249) afirma que durante o seu mandato a dívida externa apresentava *“uma situação confortável e simultaneamente prudente, uma vez que Portugal continua a ser um dos poucos países a ter uma posição de credor líquido sobre o exterior”*.

Daniel Veiga: Como é que foi esse início do lançamento do mercado de dívida pública?

Dr. Eduardo Catroga: No livro explico tudo. Por exemplo, só para responder a essa pergunta. [Lê um excerto do seu livro de 1995] (Catroga, 1995, p. 257):

“No desenho do mercado de capitais, dando profundidade, instrumentos diversificados e eliminando obstáculos à sua eficiência, é, pois, um objetivo enunciado para a gestão da dívida pública. Este investimento pode ter custos imediatos, uma vez que as ineficiências que porventura persistam em certos

segmentos se manifestam em taxas mais elevadas do que as condições económicas subjacentes justificariam. Todavia, a eliminação dessas ineficiências virá a reduzir os custos. Sendo o mercado financeiro português relativamente infante, em particular o segmento de capitais, é natural alguns problemas de eficiência que importam suprir. De facto, a plena convertibilidade da moeda, a ausência de barreira à circulação de capitais e a completa integração no mercado financeiro internacional são desenvolvimentos ainda muito recentes. Por outro lado, Portugal acumulou, em períodos das décadas de 70 e 80, uma história de elevados níveis de inflação, instabilidade macroeconómica e falta de credibilidade da política económica. Embora as políticas recentes tenham vindo a contrariar continuamente aqueles efeitos a longa memória dos mercados, leva a que os agentes económicos ainda mantenham atitudes a reserva e se protejam, excessivamente, nas variáveis financeiras de curto prazo, facilmente reversíveis, em detrimento das de média e longo prazo (...) De facto, as OTs à taxa fixa, que no final de 1992 representava 8% da dívida interna total, tendo como prazo máximo 5 anos, passaram a representar 22,5% da dívida interna total em junho de 1995, incorporando-me a variedade mais longa de prazos.”

Em intervenção na Assembleia da República enquanto Ministro das Finanças argumenta que *“face ao andamento cíclico da economia portuguesa, em relação à média europeia, atingimos o fundo da recessão nos finais de 1993, nove meses depois da generalidade dos países da UE”* (Catroga, 1995, p. 35).

Em Catroga (1995, p. 338), descreve os acontecimentos ocorridos na sequência da crise do sistema monetário europeu entre 1993-95, referindo que *“as perturbações nos mercados cambiais introduziram uma menor regularidade no programa de financiamento do Estado, quer em relação aos Bilhetes do Tesouro, quer quanto às OT de taxa fixa”* e que o recente *“desenho do mercado de capitais, dando profundidade, instrumentos diversificados e eliminando obstáculos à sua eficiência, é, pois, um objetivo enunciado para a gestão da dívida pública. Este investimento pode ter custos imediatos, uma vez que as ineficiências que porventura persistam em*

certos segmentos se manifestam em taxas mais elevadas do que as condições económicas subjacentes justificariam”.

Prof. Ricardo Cabral: Os títulos de dívida pública passaram a ser vendidos em leilões como atualmente?

Dr. Eduardo Catroga: [Lê um excerto do livro, respondendo a esta questão] *“O ano de 1994, portanto, foi, no entanto, particularmente adverso para o mercado de títulos de taxa fixa. A nível internacional, as taxas de longo prazo subiram significativamente, com a consequente quebra de cotação dos títulos. À medida que os investidores reviam suas expectativas sobre a evolução económica mundial, se corrigiam os níveis excessivamente baixos que tinham atingido em finais de 1993 e princípios de 1994, e se manifestaram de forma mais perceptível, o efeito da chamada escassez relativa de capital a nível mundial. Nestas circunstâncias de inversão de condições, nos mercados internacionais, os mercados ditos periféricos, em que está incluído Portugal, foram os que mais sofreram, uma vez que os investidores internacionais, em ambiente de maior incerteza, tendem a refugiar-se nos principais mercados mais líquidos e considerados mais seguros. A este fenómeno geral juntou-se ainda a instabilidade cambial que afetou o escudo no segundo trimestre de 1994, tendo as taxas de longo prazo subido. Isto teve pelo menos duas consequências. Por um lado, os investidores nacionais que tinham começado cerca de um ano antes a investir em instrumentos de taxa fixa foram subitamente surpreendidos por consideráveis perdas acarretadas por quebra de valor desses títulos. Assumiram posturas fortemente defensivas quanto à continuação do investimento neste mercado. Por outro lado, da parte do Tesouro, e face à percepção dessas posturas e às consequências potencialmente adversas da sua expressão no mercado, optou-se por suspender as emissões, aguardando que a situação estabilizasse, as expectativas se amainassem e os investidores refreassem as suas estratégias. Isto provocou um afastamento do Tesouro no mercado de renda fixa. No entanto, perto do final do ano de 1994, com a situação estabilizada, embora em condições bastante adversas, traduzidas em diferenciais de taxas de juros exageradas para a situação económica o Tesouro voltou gradualmente a alimentar o mercado de taxa fixa, com algumas emissões ocasionais, até se restabelecer*

ou a presença regular, coisa que ainda se conseguiu ao longo de 1995” (Catroga, 1995, p. 258).

Prof. Ricardo Cabral: Porquê é que lhe foi penoso que a República emitisse dívida a essas taxas de juro?

Dr. Eduardo Catroga: Era custoso aceitar no imediato emitir dívida pública com taxas de juro tão elevadas porque tinha a certeza que as taxas iriam baixar. Simplesmente, era necessário criar um mercado da dívida pública de médio e longo prazo, nos segmentos a 3, 5, 7 e 10 anos, que não existia. Até então só emprestavam a Portugal a 1 ano e a 2 anos. Portanto, o Governo procurou criar um mercado de títulos de dívida pública. O mercado na altura ainda exigia taxas de risco elevadas para a economia portuguesa. Eu dizia, as taxas vão cair, porque eu acreditava na dinâmica da nossa política economia em causa. O Tesouro não pode [estar sempre] a hesitar sobre se altera o seu modelo de financiamento da dívida através do recurso a mercados financeiros. Por isso, tinha de ter consistência na condução das operações de emissão de títulos de dívida de médio e longo prazo.”

Daniel Veiga: O IGCP foi criado pouco depois de ter saído do ministério. Não conseguiu concluir a sua implementação?

Dr. Eduardo Catroga: Não tivemos tempo político para adotar a decisão de criação do IGCP, mas ficou, pelo menos, a certeza de que essa seria a melhor solução e ficou preparada a sua implementação.

A dívida pública tem de ser gerida de uma forma muito eficiente e havia que reforçar as estruturas. O Dr. Manuel Pinho, como Diretor-Geral do Tesouro fez um ótimo papel de modernização da gestão da dívida pública, e a Direção-Geral [do Tesouro] precisava de reforços de meios humanos de alta capacidade técnica. Trabalho que o Dr. Vítor Bento, o meu segundo Diretor-geral, continuou com grande afinco.

De facto, a gestão da dívida pública é uma atividade financeira altamente sofisticada, que requer uma elevada especialização e que tem de ser exercida em concorrência, quer em termos de condições, quer em termos de comparativos com o sector financeiro. Requer, por outro lado, uma organização altamente flexível, que se possa adaptar

rapidamente às novas exigências, com adequada capacidade de articular e de resposta, sem se partilhar informalismos e hierarquias excessivas. Isto exige meios técnicos, nomeadamente informáticos, e meios humanos capazes de dar o suporte adequado ao tratamento de informação e análise dos mercados.

Eu não tive tempo político para transformar a Direção-Geral do Tesouro e a Junta de Crédito Público no IGCP. O Dr. Vítor Bento com o novo governo socialista, implementou o projeto o trabalho já anteriormente por ele proposto.

Daniel Veiga: Outra questão relacionada é que no início, em 1988, a lei determinava que 80% da receita gerada pelas privatizações tinha de ser usada na amortização de dívida pública, mas a lei das privatizações é alterada em relação a esse requisito. Porquê?

Dr. Eduardo Catroga: As receitas das privatizações foram prioritariamente alocadas à amortização da dívida pública, mas foram também utilizadas para reestruturar e financiar empresas públicas com viabilidade económico-financeira. Essas absorveram uma boa parte das receitas de privatizações.

A lei permitia utilizar as receitas de privatização para a reestruturação de empresas públicas em situação de quase falência técnica. Eram, por exemplo, os casos da TAP e da Siderurgia, que falamos anteriormente. São apenas dois exemplos de enormes recursos aplicados na reestruturação de empresas públicas cronicamente deficitárias. Na altura havia no Ministério das Finanças, o GAFEP, que controlava o setor público empresarial e que teve na matéria um papel muito competente.

Após a recuperação económica de 1994-95, verificou-se um forte crescimento económico até ao final da década. No entanto, o legado económico e financeiro deixado no final de 1995, veio a ser muito desbaratado nos anos seguintes, tendo como consequências o reaparecimento de défices primários nas contas públicas e de défices nas contas externas crescentes. A indisciplina financeira da segunda metade de 1990, agravou-se na primeira década de 2000, tendo a dívida pública e dívida externa caminhado para valores superiores a 100% do PIB; o que, no contexto da crise financeira internacional, teve como consequência a pré-falência de Portugal e o recurso à Troika entre 2011 e 2014 com os mercados financeiros fechados à economia portuguesa.

6. Entrevista ao Professor Doutor António Bagão Félix

Entrevista ao Dr. António Bagão Félix realizada via plataforma Zoom pelas 16 horas no dia 17 de setembro de 2024 com a presença do Prof. Ricardo Cabral, editada pelo autor para melhor compreensão e enfoque no tema em investigação.

Daniel Veiga: Vou começar com a primeira pergunta que lhe tenho para fazer, que passa pelo seu currículo profissional. Começou a sua carreira exercendo funções na área dos seguros durante a década de 70 num período em que esta indústria estava nacionalizada. Portanto, a questão que lhe coloco é como é que se caracteriza essa relação entre o acionista, o Estado, e o sector, mais especificamente no que diz respeito ao financiamento público?

Prof. Dr. Bagão Félix: Eu comecei a minha vida profissional com a atividade seguradora em 1972, na Companhia de Seguros Mundial. Portanto, vivi na Mundial três anos, e ainda não estava nacionalizado. Depois fui para o Conselho da COSEC, entre 1976-79, e aí já acompanhei os seguros de crédito e a empresa já estava nacionalizada. A relação não se alterou substancialmente, pelo menos nesses anos, entre ser uma empresa de capitais privados ou ser uma empresa do Estado, nacionalizada. Mas, era uma relação que tinha sobretudo que ver com as aplicações da atividade seguradora, sobretudo no que se refere às reservas matemáticas dos seguros de vida e dos acidentes de trabalho. Era essa a componente principal, embora não a única. Como é que se aplicavam essas reservas em termos de ativos financeiros ou reais? O enquadramento era muito limitado, eram títulos da dívida pública, imóveis que na altura tinham um importante peso no conjunto do caucionamento das reservas e previsões matemáticas e não só, e depósitos bancários ou outros tipos de certificados de depósito, ou eventualmente, muito limitadamente, obrigações de entidades privadas. Na altura o mercado era estreitíssimo, era incipiente, e, portanto, podemos dizer que a relação das companhias de seguros com o Estado, do ponto de vista da sua relação com a dívida pública, era através da aquisição de títulos do Estado.

Posso-lhe, aliás, contar uma pequena história sobre isto na Companhia de Seguros Mundial. A Companhia de Seguros Mundial era a líder em acidentes de trabalho e suportou umas décadas antes, o problema da silicose pulmonar que levou a que a companhia de seguros tivesse uma brutal constituição de reservas para pagamento das pensões por doenças profissionais que daí resultavam. E essas provisões eram

constituídas pelos chamados títulos consolidados. Eram obrigações dos anos 40, de dívida perpétua, com taxas de juros, enfim, hoje até podemos dizer que eram boas, 3, 4, 5%, mas na altura não o eram. E então um dos grandes objetivos, aliás conseguido, era o de ficar praticamente livre dos consolidados.

Prof. Ricardo Cabral: Portanto, não havia nenhuma pressão do Estado no sentido de aumentar o financiamento da dívida pública ou de comprar a dívida pública nessa altura?

Prof. Dr. Bagão Félix: Não. Pressão no sentido que eu creio que está a usar a palavra, não. O que havia, e continua a haver hoje, eram limites mínimos e limites máximos de aplicações das diferentes componentes de ativos. E o limite exigível para a aquisição de dívida pública era muito elevado. Digamos que indiretamente havia essa pressão, mas que resultava de um diploma legal. Eu já não me lembro, mas era superior, era certamente superior a 50%. Nunca inferior.

Daniel Veiga: Avançando um pouco mais no tempo e agora até falando de um outro instrumento, os bilhetes do tesouro, lê-se no preâmbulo do Decreto-Lei n.º 321-A/85, de 5 de agosto, que os défices orçamentais, e passo a citar, deviam “ser financiado cada vez mais a preços formados em mercado e com menor recurso à criação de moeda primária, de modo a diminuir, por esta via, a pressão inflacionista na economia e a permitir o aperfeiçoamento da gestão da dívida pública e do controle monetário, atualmente demasiado assente na administração direta do preço e quantidade do crédito bancário”. É precisamente também neste ano que se prepara, porque era um ano de seguinte, a adesão à Comunidade Económica Europeia. Portanto, a questão que lhe faço é se, diante deste cenário, a necessidade de financiamento do Estado em mercado era um requisito imprescindível para aderir à CEE?

Prof. Dr. Bagão Félix: Não era um requisito um requisito absolutamente indispensável, mas era necessário. Era o caminho. E esse caminho começou a ser feito desde logo com a adesão de Portugal um pouco mais tarde, no princípio dos anos 90 ou finais dos anos 80, se não me recordo bem, à adesão ao mecanismo das taxas de câmbio do sistema monetário europeu (SME). E através disso, sem dúvida que a resposta à sua pergunta ~~era~~, o caminho era o de acabar com o financiamento por via de empréstimos do Banco Central, o financiamento monetário, e caminhar decididamente para o financiamento no mercado.

Daniel Veiga: Ou seja, mais do que uma obrigação na CEE, passa a ser a preparação para a entrada na União Económica Monetária.

Prof. Dr. Bagão Félix: É, tanto quanto me recordo. Eu na altura, entre 1987 e 1991, fui Secretário de Estado do Emprego e da Formação Profissional, portanto estava fora da área. Mas continuava a haver ainda algum financiamento monetário, mas o caminho era esse. E com as preocupações ao nível da estabilização da economia, ao nível da adesão ao mecanismo de taxas de câmbio, e com a intervenção do Banco de Portugal em termos de política cambial. Há uma série de aspetos que iriam naturalmente conduzir à questão da modernização do sistema bancário, como, por exemplo, as primeiras iniciativas de banca privada. Enfim, tudo isso ia no caminho previsto, que depois obviamente com a entrada da moeda única veio a ser estabelecida como uma regra obrigatória.

Daniel Veiga: Portanto, precisamente, e já que falou também do Banco de Portugal, exerceu funções do Banco de Portugal no início da década de 90. Inicialmente como administrador, depois como vice-governador do mesmo. É também neste período, conforme estava a referir-se, foi a adesão do escudo ao SME. Porém, neste momento também ocorre a criação do mercado primário e secundário de dívida pública portuguesa. Deste processo, quais considera que foram as medidas mais relevantes?

Prof. Dr. Bagão Félix: Em primeiro lugar, como disse, a intervenção do Banco de Portugal na gestão e na supervisão do Sistema Monetário Europeu com a sua intervenção no mercado cambial para assegurar que a taxa de câmbio estava dentro do limite superior e inferior estabelecido pelo SME. Isso envolvia a compra e venda de moeda estrangeira, para estabilizar a taxa cambial.

[Em segundo lugar] isso coincide com um período dinâmico até, sobretudo ao nível da criação de novos instrumentos da dívida pública, designadamente a dívida pública não fundada de curto prazo. É desse tempo o período de estabelecimento dos Bilhetes de Tesouro para financiamento a curto prazo, das operações de reporte dos BT, numa interligação com o sistema bancário e obviamente supervisionada pelo BdP. E de emissão de dívida pública já no sentido de procurada e oferecida aos agentes do mercado. Designadamente a banca, as companhias de seguros e alguns sindicatos de instituições financeiras.

Prof. Ricardo Cabral: Nesta fase aqui também que os estatutos do Banco de Portugal foram alterados para conferir mais independência. E quando referiu que para manter a moeda, a taxa de câmbio, na banda definida, que tinham de comprar ou vender moeda, isso tinha implicações em termos do financiamento do mercado de dívida interno. Resultava no aumento da taxa de juros, da dívida pública?

Prof. Dr. Bagão Félix: Ainda apesar de tudo era relativamente incipiente, o mercado principal nessa altura foi sobretudo dinamizado pelos Bilhetes de Tesouro. Porque, repito, ainda havia financiamento monetizado.

Prof. Ricardo Cabral: Ainda havia financiamento monetizado? Durante muitos anos uma parte das emissões era comprada logo diretamente pelo Banco de Portugal, correto?

Prof. Dr. Bagão Félix: Pelo Banco de Portugal, exatamente. Isso tinha, convenientes óbvios. Em primeiro lugar, de ser um causador de inflação, porque era emitir moeda com os tais títulos de público encontrados pelo BdP, que não correspondiam à produção e que acabavam por ser de uma maneira relativamente fácil, hoje impensável, dos déficits das contas públicas chegarem a valores superiores de dois dígitos. Superior a mais do que o 10%. Sem que houvesse qualquer tormenta política, nem que o Ministro das Finanças, em abstrato, não pudesse dormir a noite toda descansado, porque de facto era a ilusão do financiamento monetário. Era enfim uma situação que gerava desresponsabilização política. O défice orçamental, estou a falar de cor, chegava a 10 ou 11% com relativa facilidade [nos anos 80]. Nos anos 90, já exatamente pela entrada na CEE, essas questões começaram a ser mitigadas. Provavelmente já não chegávamos a esses valores.

Daniel Veiga: Recorrendo a uma expressão que utilizou, que foi a questão da estabilização da taxa de câmbio na introdução do mecanismo europeu, esta pergunta não está aqui, mas eu lembrei-me agora de a colocar, que é em 1992-93, com a reunificação da Alemanha, há uma crise na taxa de câmbio, porque o *Bundesbank* aumenta drasticamente as taxas de juros e obrigando os demais países a acompanhar esse aumento. Recorda-se, eu creio que na altura ainda era vice-governador do BdP, se este é dos momentos mais difícil, dessa trajetória [de redução da inflação], de manter o escudo no SME?

Prof. Dr. Bagão Félix: Momentos difíceis em 1993 de controle do mercado cambial. Houve realmente situações difíceis em que o BdP teve de tomar medidas excepcionais de intervenção no mercado para que a situação não resvalasse.

Daniel Veiga: Agora passando para o novo milénio, foi Ministro da Associação de Trabalho entre 2002-04 e, posteriormente, Ministro das Finanças da Administração Pública entre 2004-05. Portanto, esteve diretamente relacionado com a produção de vários orçamentos de Estado. A questão que lhe coloco é como é que descreve essa elaboração, tendo em consideração que Portugal foi um dos primeiros países a entrar no procedimento por défice excessivo. Quais foram os constrangimentos que teve à época para criar esses orçamentos?

Prof. Dr. Bagão Félix: Muitos e variados. De facto, Portugal entrou no processo de défice excessivo em 2001-02. Deixe-me aqui fazer umas pequenas notas que talvez sejam interessantes. Na altura, a União Europeia, ou melhor dizendo, a União Económica Monetária, nestes casos, estava sobretudo preocupada ou estava mesmo obcecada, na minha opinião, com a questão dos défices excessivos, e não ligava nada à questão da dívida pública. Eu recordo-me em conselhos de ministros europeus, o ECOFIN, ou mesmo quando era Ministro do Trabalho, que falar-se da dívida, se era alta, se era baixa, ninguém ligava nada. Mas se o défice orçamental ultrapassava ligeiramente os 3% do PIB, *aqui-d'el-rei*. E politicamente percebia-se, porque a França não cumpria os requisitos da dívida pública, a Bélgica não cumpria os requisitos da dívida pública, etc. E no caso do défice orçamental os países transgressores eram os países que tinham uma voz relativamente diminuta no contexto dos países europeus.

Há aqui outro ponto que também me parece importante. O Daniel sabe certamente a razão por que é 3% do PIB o limiar para o défice excessivo [...] A história dos 3% do PIB é muito simples. Foi o Mitterrand, que era o presidente francês, que um dia tentou disciplinar o Ministro das Finanças do seu governo e pediu a um senhor chamado Pierre Guy, da Direção-Geral do Orçamento, que lhe desse uma pista. E ele saiu-se com 3%. 3% porquê? Porque é um número redondo, porque é um número que nem é de mais nem é de menos. Ou seja, nós só falamos de 3% como um dogma económico da União Europeia e foi uma obra do acaso.

Ora bem, a principal dificuldade na altura era: reverter os défices excessivos, exigindo-o para o ano seguinte. Era um convite, não à adoção das reformas estruturais, que quando produzem efeito, não o produzem no curto, nem às vezes no médio prazo, [mas sim] a manobras contabilísticas que possibilitassem ficar tudo descansado, mas o problema estava lá na mesma. Foi assim, aliás, que aconteceu em França, com os fundos de pensões, com que o governo francês resolveu o problema de ter excedido os 3% e, portanto, comprou as responsabilidades do fundo de pensões, salvo erro da Telefónica francesa, recebendo, obviamente, uma receita extraordinária, que eram as reservas matemáticas imputadas a esse fundo, e isso, como veio da França, fez doutrina. E passou a considerar-se como adequado que uma receita extraordinária dessas pudesse contribuir para a redução do défice das contas públicas. O mesmo digamos expediente contabilístico foi utilizado nos anos seguintes a 2001 para reduzir o défice das contas públicas. Recordo-me designadamente, no orçamento de 2004 e de 2005, a possibilidade de ir adquirir, e também com a Dr.^a Manuela Ferreira Leite, em 2002 e 2003, adquirir, “nacionalizar”, digamos assim, fundos de pensões de empresas públicas ou instituições do Estado, comprando as responsabilidades para o futuro, que não são contabilizadas, e ao mesmo tempo recebendo o valor das reservas matemáticas que estavam adstritas dessas responsabilidades.

Obviamente que eu sempre estive consciente que isso era uma maneira de nos enganarmos. Mas era possível, e sendo exigível a redução para o ano seguinte não havia outra maneira. E não foi só Portugal, nem a França, foram vários países, segundo creio.

Já agora, permita-me só uma pequena referência, pegando na questão dos fundos de pensões. Os fundos de pensões, em geral, estão sujeitos a uma supervisão prudencial muito forte. Porquê? Porque as responsabilidades fazem-se ao longo de um período muito longo dos beneficiários ou dos participantes do fundo. Ao invés, o Estado não contabiliza responsabilidades futuras. Por outras palavras, havia uma receita imediata que entrava como receita do ano e uma despesa futura que não entrava como despesa nesse mesmo ano. Ou seja, quando nós dizemos que [a dívida pública] é, por exemplo, de 80%, estamos a falar [da dívida pública] escritural. Escritural no sentido lato do termo. Mas se nós adicionássemos, por exemplo, em Portugal, ou como noutro país, à dívida pública a dívida não escritural, a que resulta de responsabilidades assumidas para o futuro, sobretudo no domínio das pensões, mas também no domínio, por exemplo, da saúde, nós

provavelmente estaríamos mesmo com [a dívida pública] bastante superior a 200% do PIB atualmente. Enfim, agora, vendo isto a uma distância de 20, 25 anos, é, de facto, curioso como é que tudo isto foi possível. E tudo isto foi possível em meu entender porque o primeiro país a infringir chamava-se França.

Prof. Ricardo Cabral: Não houve nesta altura dificuldades em financiar o défice orçamental e em refinarciar dívida que se recorde?

Prof. Dr. Bagão Félix: Não, o nosso rating era bom. Recordo-me que, numa das agências de rating, houve uma perspectiva, um *outlook* negativo. Mas negativo, quando nós estávamos com o AA. Recordo-me disto porque foi no meu tempo. Mas não havia ainda a questão, nem de perto nem de longe, daquilo que mais tarde foi a crise da dívida soberana.

Prof. Ricardo Cabral: E os principais financiadores eram os bancos portugueses?

Prof. Dr. Bagão Félix: Era o sindicato de bancos. E de outros agentes do *open market*, do mercado. Era uma questão que não se colocava sequer. A colocação era absolutamente normal.

Daniel Veiga: Portanto, colocavam a dívida e ela era totalmente absorvida pelo mercado?

Prof. Dr. Bagão Félix: Era. Recordo-me, aliás, que no pouco tempo em que fui Ministro das Finanças, fizemos a primeira emissão e colocação de Obrigações de Tesouro a 15 anos. Salvo erro, no princípio de fevereiro ou de janeiro de 2005. Nesse aspeto não havia qualquer tipo de dúvida. Havia grande estabilidade das taxas [de juro].

Daniel Veiga: Já que falou das obrigações até a 15 anos, gostaria de saber qual é a sua perspetiva sobre este instrumento e como a forma de o gerir e de amortizar ao longo do tempo. Se teve, enquanto ministro, algum relacionamento com a gestão da dívida pública?

Prof. Dr. Bagão Félix: Eu acho que a dívida pública deve garantir uma ponderação de dívida de curto, médio e longo prazo adequadas. Porque, por um lado, a dívida de mais longo prazo permite estabilidade e permite previsibilidade. E reduz o risco de refinanciamento. Vivemos num mundo em que não há só incerteza, mas há o seu grau superlativo que é a imprevisibilidade, que é bem pior que a incerteza. A incerteza está

inerente à ideia do risco. A imprevisibilidade não está inerente à ideia do risco, está inerente ao caos ou a qualquer coisa que nos impossibilita de poder atuar preventivamente. Por outro lado, a dívida de curto prazo, tem outras vantagens também. Normalmente um custo mais baixo a curto prazo, é mais gerível a questão das taxas de juro, maior flexibilidade em ambientes de taxas juro alto. Mas tem um maior risco de refinanciamento. Portanto, acho que deve haver uma estratégia combinada para mitigar os riscos.

E, de um modo geral, acho que a nossa dívida pública, enfim, podemos dizer que é melhor ou pior no sentido de mais peso de dívida a curto prazo ou menos peso, mas é equilibrada. Isto é a minha opinião. Por exemplo, ontem [16 de setembro de 2024] fui ver qual era a duração da dívida direta do Estado, anda à volta dos 5 anos. Parece-me um número aceitável, sobretudo no ambiente desta imprevisibilidade toda, e o custo do stock da dívida, embora tenha crescido recentemente, ainda anda por volta dos 2%. Portanto, são números que evidenciam a razoabilidade de que há pouco falava.

Daniel Veiga: Já que falou também dessa gestão da dívida pública, e presumo que os dados que acabou de enunciar retirou-os do IGCP, pergunto-lhe qual foi a sua relação com o Instituto enquanto Ministro das Finanças?

Prof. Dr. Bagão Félix: Perfeita, correta. Também se estava num período de acalmia, vivia-se uma situação de normalidade sossegadora que eu posso testemunhar.

Prof. Ricardo Cabral: Presumo que em parte era o secretário de Estado do Tesouro responsável por esse dossiê, mas recorda-se se era confrontado com perguntas do IGCP sobre a estratégia de gestão da dívida pública, ou havia uma proposta que era discutida e explicada?

Prof. Dr. Bagão Félix: Havia uma estratégia, quer quanto a emissões, quer quanto à sua maturidade, havia uma estratégia quanto aproveitar determinados momentos, isso havia, mas de facto era o secretário de Estado [do Tesouro] que mais seguia de perto.

Daniel Veiga: A minha questão é qual a sua perceção sobre o real impacto da adesão ao euro na política de gestão da dívida pública? Aquilo que considera que foi favorável, aquilo que correu bem, aquilo que correu menos bem nesta adesão à moeda comum.

Prof. Ricardo Cabral: E se calhar também aqui, digamos, pelo facto por Portugal substituir financiamento monetário por financiamento nos mercados através de instrumentos de dívida pública transaccional?

Prof. Dr. Bagão Félix: Eu acho que o saldo é bastante positivo do ponto de vista da adesão do euro e, portanto, das regras de uma moeda única. A questão da dívida pública através de operações de mercado, as questões do fim do financiamento monetário obrigaram-nos a uma disciplina orçamental e política, erradicando a um certo sentido de desresponsabilização inerente ao financiamento monetário.

Daniel Veiga: Permita-me utilizar a expressar somos “desenrascados”.

Prof. Dr. Bagão Félix: Exatamente, de pressões políticas, de demagogia, de oportunismo. Isso levou-nos a uma disciplina, que hoje é aceite completamente, mas também nos levou a uma redução de fatores de instabilidade macroeconómica que de outra maneira dificilmente poderíamos alcançar. Por isso nesse aspeto foi um grande passo no sentido [de melhorar a] sustentabilidade da própria dívida [pública].

Agora, a [gestão da] dívida pública portuguesa tem alguns aspetos em que pode e deve ser melhorada. Refiro-me em primeiro lugar à dívida pública que é adquirida pelas famílias. Em Portugal tem havido uma grande desconsideração pela poupança. Por exemplo, toda a gente fala dos impostos do IRS e do IRC. Nunca vejo ninguém falar dos impostos sobre a poupança. Quando eu era ministro das Finanças, a taxa liberatória era de 20%. Atualmente é de 28%. Ou seja, 8 p.p. de aumento, 40% de aumento da tributação. Não se ouviu nada. Ouve-se mais alarido por causa do IVA das touradas, do que propriamente por causa deste aumento substancial. As pessoas não são convidadas a poupar. E a poupança-é um fator fundamental para o investimento e desenvolvimento do país. Por outro lado, as medidas sobre os instrumentos de poupança das famílias, como os Certificados de Aforro e os Certificados do Tesouro, têm vindo a ser sujeitos a decisões erráticas do poder político, que retiram um elemento fundamental em qualquer instrumento de poupança, que é a sua previsibilidade e a sua estabilidade. Temos 45 mil milhões de euros em CA e CT. E, tudo o que seja aumentar a componente da dívida pública comprada no mercado de residentes, no mercado nacional, é positivo porque retira-nos alguma vulnerabilidade resultante da dependência de investidores externos. Portanto, alguma pressão sobre as taxas de juros.

Daniel Veiga: Aquilo que critica é a mudança constante destes certificados de aforro para as famílias, quando a política monetária muda. Eu recorde-me, por exemplo, que quando houve este aumento recente das taxas de juros por parte do BCE, o Governo tratou rapidamente de colocar uma nova série dos CA, que reduzia a sua rentabilidade.

Prof. Dr. Bagão Félix: Sim. E há outro fator. É que diminuiu de 500 mil euros para 50 mil euros o valor máximo que uma pessoa, uma família, pode ter em carteira. Não faz sentido nenhum. Isto é um pouco como a gasolina, quando desce o preço do crude as autoridades demoram a reagir e quando aumenta, reagem no dia seguinte. Aqui, como disse o Daniel, nas taxas de juros, ocorre a mesma coisa.

Daniel Veiga: A outra pergunta que tenho é qual é a sua perceção sobre a proibição da monetização de dívida pública por parte do Banco Central Europeu, e quais foram, e aqui é a questão, os reais impactos no custo do financiamento?

Prof. Ricardo Cabral: Ou seja, esta questão tem a ver com o facto de alguns economistas argumentarem que com a adesão à área do euro perdemos soberania monetária e que esse facto resultou numa deterioração da dinâmica de sustentabilidade da dívida pública, mas argumentou que essa proibição de financiamento monetário resultou numa redução das taxas de juro e contribuiu para uma melhor disciplina orçamental, mas era um pouco revisitado esta questão da perda de soberania monetária na trajetória nos custos de financiamento da dívida pública.

Prof. Dr. Bagão Félix: É relativamente inevitável, não é? Uma moeda única no contexto dos tratados europeus que existem. Isso é uma consequência indiscutível. Não há de facto financiamento monetário, quer por parte do Banco Central Europeu, quer por parte dos bancos centrais nacionais.

Mas, há sempre um mas, acho que o Banco Central Europeu esteve muito bem com a compra de ativos. Isso conseguiu garantir a estabilidade do Euro e diminuir os custos de financiamento dos países. Portanto, esta crise também revelou que, para além das medidas convencionais, estas medidas mais inovadoras e experimentais, até se quisermos dizer, têm o seu lado positivo. Esta intervenção pelo BCE, na altura ainda por Mario Draghi, foi de facto salvadora do Euro. E, se quisermos ver, por um lado, aqueles que criticam a perda da autonomia monetária, podemos também ver, por outro lado, que há instrumentos

poderosos, ao nível “federal”, que sempre podem acalmar as águas agitadas em momentos de grande dificuldade e de crise.

Daniel Veiga: Eu creio que fiz todas as questões que tinha para colocar. Eu tinha uma, mas acabou agora de responder que se prendia, por exemplo, eu estou-me aqui a recordar, que no tempo da crise financeira, esta perda de autonomia não permitiu, por exemplo, desvalorizar a moeda. Porque podia ser uma solução.

Prof. Dr. Bagão Félix: Eu sei, eu sei. Nós estamos num domínio do *second best*. Não há soluções puras e indolores. É assim, nós temos de optar. Vou ser muito sincero. Eu, quando entrámos no Euro, eu tinha muito mais dúvidas do que tenho hoje. O tempo fez-me apaziguar essas dúvidas que tinha.

7. Entrevista ao Doutor Vítor Bento

Entrevista (adaptada) ao Dr. Vítor Bento realizada via plataforma Zoom pelas 10 horas no dia 30 de setembro de 2024 com a presença do Prof. Ricardo Cabral, editada pelo autor para melhor compreensão e enfoque no tema em investigação.

Daniel Veiga: A primeira pergunta prende-se precisamente com o financiamento monetário, em que, de acordo com o Decreto-lei que deu início aos Bilhetes de Tesouro, verificamos que no seu preâmbulo ele diz e passa a citar que os orçamentos “devem ser financiados cada vez mais a preço formado em mercado com menor recurso à monetização à moeda primária, de modo a diminuir, por esta via, a pressão inflacionista da economia e permitir o aperfeiçoamento da gestão da dívida pública e do controle monetário”. Portanto, a questão que lhe coloco é, precisamente porque se terem sido lançados em 1985, se se pode afirmar que a redução do financiamento monetário através do Banco de Portugal era imprescindível para a adesão do Portugal à Comunidade Económica Europeia?

Dr. Vítor Bento: Sim, mas isso faz parte das regras básicas da União Monetária, a proibição do financiamento monetário

Daniel Veiga: Sim, a questão era se logo desde o início, desde 1985, era obrigatório. Ou seja, a partir de 1990 conseguimos perceber de uma forma concreta essa limitação do financiamento monetário. A minha questão era mais se logo no início, em 1986, era assim imprescindível, ou era uma recomendação para começar a construir a União Monetária?

Prof. Ricardo Cabral: Sabemos que na altura ainda se recorria muito ao financiamento monetário, não é? Portanto, estamos interessados em perceber se se recorda se essa transição foi difícil?

Dr. Vítor Bento: Não, exatamente. A questão é, quer dizer, nós tínhamos uma situação de inflação muito elevada. E um dos fatores fundamentais na criação desse movimento inflacionário era o financiamento monetário do défice orçamental, que era uma das principais formas de criação monetária. E, portanto, era do interesse da própria economia, independentemente da adesão à União Monetária ou não, controlar a inflação, até porque a inflação, como se sabe, tem efeitos sociais muito adversos. E que são particularmente, adversos sobre quem tem rendimentos fixos e, sobretudo, para quem depende basicamente dos salários. E, portanto, era importante, para a própria

normalização da economia, depois dos vários choques que resultavam da alteração do regime político, dos choques petrolíferos, era necessário e também de certa forma para não se repetirem os episódios que tínhamos acabado de sair de dois resgates patrocinados pelo FMI. Eu já não me lembro exatamente, mas isso deve ter resultado também dos próprios programas, a necessidade preventiva de entrar por esse caminho, de reduzir o financiamento monetário, e até porque nós precisávamos desenvolver um mercado de capitais para criar oportunidades de aplicação de poupança, que é uma coisa para que praticamente não havia instrumentos transacionáveis.

Daniel Veiga: Portanto, aquilo também que se está a dizer, e a outra questão que coloco é, se esta questão do financiamento monetário era feita à base de criação de moeda ou era a tentativa de colocação de títulos de dívida pública em mercado que posteriormente era toda absorvida pelo Banco de Portugal, se se recorda como processava?

Dr. Vítor Bento: Eu essa parte já não me lembro. Aliás, entre 1985 e 1989 não estava em Portugal. Mas imagino que a maior parte do financiamento era colocada diretamente no BdP, isto é, não havia mercado, não havia provavelmente mercado, não havia outros mecanismos. Portanto, do que eu me recordo é que o mercado [de instrumentos financeiros transacionáveis] começa a ser criado precisamente em 1985, através dos Bilhetes do Tesouro, de que são feitas emissões para serem tomadas pelos bancos. Mas, o que veio depois, já não me recordo. Eventualmente, para serem passadas para fora do próprio sistema monetário. Portanto, e no essencial, o BdP assegurava a tomada firme da dívida emitida pelo Estado.

Era um bocadinho mais direto do que faz agora o Banco Central Europeu. Faz a mesma coisa, só que o faz por via indireta. O Banco de Portugal assegurava diretamente a tomada firme.

Prof. Ricardo Cabral: Ou seja, se não houvesse procura ou se não houvesse um leilão, o Banco de Portugal era o comprador de última instância que assegurava a procura por esses BT?

Dr. Vítor Bento: É isso. Mas eu, tanto quanto me lembro, no que diz respeito a obrigações, eu não tenho ideia, já não tenho presente esse período, até porque durante grande parte do mesmo não estive cá. Eu julgo que nem sequer havia mercado para a

colocar. Acho que a colocação era direta no Banco de Portugal. Mas aí, provavelmente, a melhor fonte que conseguem arranjar para esse período são os relatórios do Banco de Portugal. Porque, na altura, os relatórios do BdP eram o grande referencial sobre o que se tinha passado na economia. O grande referencial descritivo e analítico. E essa é uma fonte que tem sido muito subutilizada. É uma fonte muito, muito rica. Aliás, tenho pensado, não tenho tempo, mas um dia que tenha tempo gostaria de fazer a história da economia portuguesa baseada [na análise] nos relatórios do Banco de Portugal.

Daniel Veiga: Para além da medida que destacou do início do mercado da criação de dívida pública, quer primária, quer secundária, com o início dos Bilhetes de Tesouro, quais outras medidas destacaria para essa criação do mercado?

Dr. Vítor Bento: Daquilo que eu me lembro, basicamente é essa. Depois, mais tarde, e julgo que já estamos a falar da década de 90, recomeça a colocação de dívida externa de forma normal, de emissão de obrigações para o mercado externo. E depois aí, não consigo precisar da data, começam a ser feitas emissões também para os bancos (mercado interno), em escudos. São criados uma espécie de operadores primários do mercado da dívida, que são os OEVT (Operadores Especializados em Valores do Tesouro). Como digo, mais uma vez, não consigo precisar da data, teria de consultar a documentação sobre isso, mas, portanto, são criados os OEVT que começam a ser intermediários na colocação da dívida. E a dívida, recordo que nessa altura era sobretudo a taxa variável. Dados os níveis muito elevados de inflação, a dívida era sobretudo a taxa variável. Mas, portanto, já havia bancos que acediam ao mercado primário, compravam a dívida e depois poderiam recolocá-la junto de outros agentes. Esses foram também passos importantes. Mas aí eu não tenho memória exata de dados. Portanto, aí é necessário recorrer a documentação para esse período.

Prof. Ricardo Cabral: E, portanto, lembra-se da emissão das OTs colocadas juntos do mercado externo.

Dr. Vítor Bento: Não, aí não são Obrigações do Tesouro. São Eurobonds, basicamente. Isto é, não são obrigações do Tesouro porque as obrigações do Tesouro têm um enquadramento legal particular e essas emissões de dívida externa têm um enquadramento legal diferente, normalmente sujeito aos regimes jurídicos do exterior, ou

de Londres ou de Nova Iorque, mas acho que na maior parte de Londres. Portanto, eram aquilo que comumente se designavam por Eurobonds.

Prof. Ricardo Cabral: E, se não me engano, eram 3, 5 e 7 anos, nos primeiros passos, e não era muito significativo em termos do financiamento total ou das necessidades de financiamento?

Dr. Vítor Bento: Não, não era muito significativo, porque é todo um processo de construção. Até porque Portugal precisava de ganhar reconhecimento, de ganhar *rating*, e isso foi feito progressivamente. Institucionalmente, a dívida externa era colocada pela Direção-Geral do Tesouro, assim como os bilhetes do Tesouro, enquanto a dívida interna de médio e longo prazo – OT OTRV – era colocada pela Junta de Crédito Público, tal como os certificados da Aforro, que era outro instrumento de dívida, destinado ao aforro dos particulares. Ou seja, a JCP colocava as obrigações nacionais e colocava os certificados da Aforro e a DGT colocava a dívida externa e os bilhetes do Tesouro.

Daniel Veiga: Pegando também precisamente no que estava a dizer sobre a Junta de Crédito Público e da Direção-Geral do Tesouro, no qual foi o último Presidente da Junta, mas foi também o primeiro do IGCP. Portanto, eu pergunto-lhe quais se consideram as diferenças entre o método que funcionava antes e depois 1996 com a criação do IGCP e como participou neste processo de transformação?

Dr. Vítor Bento: Antes do IGCP, eu fui simultaneamente, Diretor-geral do Tesouro e Presidente da Junta do Crédito Público. Quanto ao que levou à criação do IGCP, temos de ir por partes, porque aí há vários fenómenos que se cruzam. Primeiro, já havia um movimento de melhorar a gestão da dívida pública, desmonetizando-a, recorrendo mais ao mercado. E isso é desenvolvido nestas instituições que eu referi, nomeadamente, os BT passaram a ter um mercado regular, um mercado de emissão primária regular. E também começou a haver obrigações com o mercado de emissões regular. E a criação, como disse, dos OEVT, que eram uma espécie de *primary dealers*. Isso foi começando a criar um hábito, quer de colocação, quer de o mercado tomar essa dívida, até porque, por força do excesso de criação monetária, os bancos tinham muita liquidez e comprar dívida pública era uma forma de utilizarem essa liquidez. Isso alimenta o início de um mercado de dívida, a funcionar cada vez mais numa base de regularidade e previsibilidade.

Eu entro para a DGT no final de 1994 e, portanto, por essa altura começa-se também com outro desígnio, o de tentar criar uma curva de rendimentos. A gestão da dívida começa a ter, não apenas a preocupação de satisfazer as necessidades de financiamento do Estado, mas, ao mesmo tempo, criar um mercado de capitais que possa fornecer referenciais que são indispensáveis para a economia. Para comparar as condições de funcionamento da economia e que, mais adiante, iriam ser essenciais quando viessem a ter que ser avaliados os critérios de convergência nominal [para a entrada na terceira fase da UEM]. Porque um dos critérios que viria a ser consagrado, não sei se nessa altura já estava definido ou não, era o critério da convergência das taxas de juros de longo prazo e, para isso, era preciso que houvesse taxas de juros nesses prazos. Portanto, começa também a preocupação de ter uma curva de rendimentos. E aí, e ainda no meu tempo, fazem-se emissões a 10 anos que de um ponto de vista estritamente do financiamento poderiam *a posteriori* ser vistos ruinosas. E isso está escrito (Bento, 1999). Eu tive o cuidado de escrever isso *a priori*. Isto é, estavam a ser feitas emissões as taxas elevadas (12% inicialmente, com *spreads* face à dívida alemã na ordem dos 5 pontos percentuais). Elevadas, sobretudo para quem acreditava, como era o nosso caso, e era o meu caso em particular, que nós iríamos ter condições de nos qualificar para a moeda única e que, portanto, as taxas de juros iriam convergir muito rapidamente, como acabou por acontecer. Mas para poderem convergir, tinham de existir. E, portanto, deliberadamente, estavam a fazer-se emissões [de dívida pública] com um custo [i.e., taxa de juro,] mais elevado do que seria razoável; isto é, havia outras fontes alternativas, mas pela necessidade de se criar um mercado de capitais e de se criar uma curva de rendimentos que pudesse servir de referencial depois para a economia toda e que pudesse ela própria acelerar o processo de convergência das taxas de juro. Portanto, passou a haver um calendário de emissões, onde o mercado sabia antecipadamente quando é que havia emissões, que tipo de emissões é que seriam feitas, o que permitia programar, não apenas do lado do emissor da dívida, mas também do lado do mercado, tornando o seu funcionamento menos aleatório e mais previsível.

A partir de certa altura, já estaria o IGCP constituído, mas isso era um bocadinho irrelevante. A necessidade de constituir o IGCP era basicamente para ter uma estrutura “profissionalizada” de gestão da dívida, que pudesse dispor de agilidade de funcionamento e de capacidade de recrutamento, para estar a par das capacidades e da

agilidade dos operadores financeiros com quem tinha de interagir. Não faria sentido que quem tinha que negociar as condições da dívida que emitia com operadores financeiros, dotados de grande nível de sofisticação, estivesse menos preparada. E, obviamente, isto é, como um jogo onde os menos preparados podem perder para os mais bem preparados e essa perda traduz-se em custos de dívida mais elevados. Por isso, interessava ao Estado ser o mais eficiente possível e obter os melhores resultados possíveis. E, para isso, tinha de ter agilidade na condução das emissões [de dívida pública] e no acompanhamento do mercado. Havia decisões que tinham de ser tomadas no imediato face a mudanças de circunstâncias do mercado. A gestão da dívida precisava, pois, de agilidade e de ter capacidade de recrutamento de pessoas devidamente qualificadas. E isto passava-se numa altura em que alguns outros países europeus já tinham adotado este caminho. Lembro-me nomeadamente da Irlanda e do seu NTMA [*National Treasury Management Agency*], que foi, de certa forma, o nosso grande referencial, e também dos Países Baixos e Suécia, países que foram pioneiros a criar instituições públicas específicas para a gestão da dívida pública. Portanto, a criação do IGCP basicamente resulta dessas preocupações.

Depois, e esta é talvez a questão mais notável, quando nós nos começamos a aproximar da moeda única, eu apercebo-me de uma alteração fundamental que iria ocorrer. Estou a utilizar o pronome pessoal “eu”, deliberadamente, percebendo que é um pouco imodesta a sua utilização. Mas esta é uma das coisas das quais eu tenho muito orgulho e, portanto, aqui vou ser deliberadamente imodesto. Eu, na altura, apercebi-me, antecipadamente, de que num momento em que fosse criada a moeda única, desapareceria o risco cambial. E que o risco cambial tinha funcionado como uma barreira de proteção dos mercados financeiros nacionais. Os investidores nacionais (qualquer que seja o país) acabavam por concentrar mais risco de crédito (investindo nos ativos domésticos) para evitar incorrer em risco cambial. E os investidores estrangeiros também evitavam “cruzar” mercados cambiais, evitando sobretudo os de moedas mais fracas. E, portanto, a partir do momento em que desaparecia essa barreira, o elemento fundamental de diversificação que os investidores tinham à sua disposição passava a ser o risco de crédito. Isto é, de repente os investidores iriam descobrir que tinham um risco de crédito muito concentrado no seu próprio país e iriam querer diversificá-lo, investindo em ativos de outros países. E, portanto, eles iriam querer dispersar o risco. Nós iríamos perder,

inevitavelmente, uma base de investidores a que estávamos acostumados. Mas isso ia acontecer aos outros também.

Eu lembro na altura de ter discussões com os meus colegas de outros “Tesouros”, que não partilhavam esta teoria, mas eu estava perfeitamente convencido. Estava e estou. Até porque um país como Portugal era particularmente vulnerável a esta transição, pois o nosso *rating* era inferior ao da maior parte, senão de todos, os países que iriam integrar a moeda única, pelo que os investidores portugueses teriam um grande incentivo a melhorar a qualidade das suas carteiras de crédito, investindo na dívida desses países. Corríamos, poi, o risco de perder muito investimento de nacionais. O outro lado da moeda era que a nossa dívida oferecia melhor remuneração para investidores oriundos desses países com melhor *rating*, pelo que estes teriam incentivo em diversificar aceitando um pouco mais de risco por troca de maior rendimento. E delineei, com tempo suficiente, uma estratégia baseada no entendimento de que “eu vou perder uma parte dos meus investidores habituais, pelo que tenho de criar a capacidade de captar cedo os investidores dos outros mercados, antecipando-me à concorrência”. Mas os investidores estrangeiros, porque ainda estávamos na fase de transição – ainda havia as moedas nacionais e não era certo quem passaria à terceira fase da UEM –, ainda não confiam suficientemente em nós e no nosso mercado, pois não sabiam se nós conseguiríamos convergir para a moeda única e muitos duvidavam fortemente. E como não confiavam, não investiam em escudos, não investiam em OT. Poderiam continuar a investir em dívida portuguesa, mas desde que denominada em “moedas fortes”, i.e., em Eurobonds nas moedas deles. O que me criava um problema, porque não podia ficar à espera da última hora, quando haveria muitas outras alternativas no mercado. Partindo nós de uma posição mais vulnerável, porque a nossa situação, obviamente, era mais vulnerável, eu arrisco-me a perder a oportunidade de mercado. E então criei um instrumento – e estou, mais uma vez, a ser deliberadamente pouco modesto, – que foi altamente inovador, e que foi emitir Eurobonds convertíveis em OT. O instrumento foi designado euro-OT, porque começava como um Eurobond, emitido em moeda estrangeira e regido por lei estrangeira, mas, uma vez entrados na moeda única, eram automaticamente convertidos em OT em euros, e sujeitos à lei nacional das OT. Eu dava aos investidores estrangeiros um instrumento emitido na moeda deles [em moeda forte] – marcos alemães e francos franceses, basicamente –, com a qual se sentiam confortáveis, sem risco cambial, porque eles não sabiam se nós íamos

conseguir entrar na moeda única ou não. Havia muita dúvida e, obviamente, nós da periferia éramos dos menos prováveis candidatos, pelo que esta solução permitia que continuassem a investir nas suas moedas, mas, ao mesmo tempo, assumiam o compromisso de que, se nós entrássemos na moeda única, aqueles *Eurobonds* passavam a ser OT, subordinados às regras do mercado nacional. Na prática, nós ficávamos com o risco cambial, até à criação do euro, poupando-o aos investidores, mas como a nossa qualificação dependia apenas da determinação e das ações das autoridades portuguesas, era um risco praticamente nulo, e que nos permitia financiarmo-nos a juros mais baixos. E, portanto, esse instrumento facilitou, e muito, a captação de uma base de investidores estrangeiros em instrumentos do mercado nacional, antes de termos entrado na moeda única. Não tivemos de estar à espera desse momento, porque os investidores já se tinham comprometido antecipadamente com o nosso mercado, conseguindo assim uma transição mais suave. Este é um dos feitos de que mais me orgulho, de quando fui responsável pela gestão da dívida pública portuguesa e tive como missão muito particular definir e executar a estratégia de transição do escudo para o euro. O facto de ser algo de que praticamente nunca se falou, porque muito pouca gente dele se deu conta, é a prova da suavidade com que se conseguiu a referida transição. Além disso, não tem havido interesse dos investigadores por esse tempo e pelo que foi feito, talvez porque imaginem que tudo correu automaticamente.

(...)

Prof. Ricardo Cabral: Lembra-se da importância desses euroOTs no financiamento na altura, na entrada do euro? Qual a importância que já representavam em termos, por exemplo, das OTs?

Dr. Vítor Bento: Não tenho o valor. Não podia ser, por natureza, uma percentagem muito grande, até porque até ao dia um de janeiro de 1999 isso era dívida externa, no sentido literal do termo. E envolvia um risco imediato, mesmo para nós, não é? Bem, se nós não tivéssemos entrado na moeda única, tínhamos ficado com esse risco de câmbio todo, até porque o escudo muito provavelmente desvalorizaria. Portanto, isso tinha um volume limitado. Mas, para todos os efeitos, foi sinalizador e os investidores que investiram neles ficaram abertos ao nosso mercado. Familiarizam-se com os instrumentos

domésticos de dívida pública portuguesa. A importância aqui, mais do que quantitativa, é sinalizadora e, no fundo, de atrair a atenção desses investidores.

Daniel Veiga: E, Portugal foi o único que utilizou esse instrumento de dívida pública convertível?

Dr. Vítor Bento: Que eu saiba foi o único. Este instrumento, que eu saiba, mais ninguém criou. Foram todos mais tradicionais no sentido de manterem os mercados e instrumentos separados até ao euro – dívida externa [em moedas estrangeiras] e dívida doméstica [em moedas nacionais], É claro que nós tínhamos tradicionalmente défices externos [da balança corrente], pelo que precisávamos de emitir dívida externa para financiar esse défice da balança corrente. Países que eventualmente não precisassem, emitiam pouca, ou nenhuma, dívida em moedas externas. Portanto, o problema nem sequer se lhe colocava desse ponto de vista, teriam de ir por outro caminho. Para países como a França não era difícil, porque não haveria União Monetária sem a França. Mas haveria sem Portugal. O que, obviamente, coloca a natureza dos desafios em termos completamente diferentes. Em situações mais comparáveis tínhamos a Espanha, a Grécia ou a Irlanda. Países periféricos, que tivessem balanças externas deficitárias, estavam em situações mais parecidas com a nossa.

Mas nós estávamos numa das situações mais desvantajosas, tínhamos para trás um historial de défices externos maiores, tínhamos uma vulnerabilidade maior face à perceção da capacidade de entrar na moeda única. Embora do nosso lado, pelo menos quem esteve envolvido neste processo, houve sempre a grande convicção de que nós entraríamos na moeda única. Aliás, eu lembro-me, na altura, de discutir com os meus colegas holandeses, argumentando que era mais provável nós entrarmos do que eles. Porque nós tínhamos capacidade para cumprir todos os critérios de convergência e eles nunca teriam capacidade para cumprir o critério da dívida, em tempo. Portanto, eles só cumpriram o critério da dívida porque este critério não era absoluto. Os 60% do PIB não eram absolutos. Os holandeses na altura tinham uma dívida superior ao limite e superior à nossa, pelo que lhes seria mais difícil reduzir. Em 1995/ 96, quando discutíamos isso, a dívida neerlandesa estava acima dos 70% e a nossa era marginalmente superior a 60%. Em 1998, a deles era 63% e a nossa 56%. As nossas fragilidades eram a inflação e as taxas de juros. A nossa âncora basicamente era política cambial. A partir do momento em

que conseguíssemos estabilizar o escudo – como acabámos por conseguir –, controlávamos a inflação e as taxas de juro desceriam; descendo as taxas de juro, descia o défice público. Por esta cadeia de reações, conseguiríamos atingir os critérios de convergência. Mas só nós acreditávamos nisso, os outros não acreditavam. E mesmo cá dentro havia muito pouca gente, antes da “véspera” da grande decisão, que acreditasse que nós conseguiríamos convergir a tempo.

Daniel Veiga: Neste período, já falou aí em que muita gente não acreditava na entrada no euro, mas recorda-se enquanto presidente da Junta de Crédito Público e depois no IGCP de algum período mais difícil de ultrapassar?

Dr. Vítor Bento: A partir do momento em que se entrou no processo de uma forma politicamente deliberada, o processo foi relativamente *smooth*. Aliás, eu lembro-me, na altura, quando andava a vender dívida e a fazer *roadshows*, era habitual, para esta altura, ir aos Estados Unidos, quando havia a reunião anual de Outono do Fundo Monetário Internacional em Washington, irmos depois a Nova Iorque, falar com vários investidores. Num dos anos da aproximação à criação do euro, lembro-me de dizer aos investidores que nós iríamos convergir e as nossas taxas de juro iriam descer, pelo que as nossas obrigações eram um bom investimento. Enfim, discurso de vendedor (mas convicto!). No ano seguinte, quando lá voltei, comecei a apresentação pelo seguinte: “O ano passado disse o que iria acontecer à dívida portuguesa e isso aconteceu, pelo que os que acreditaram em mim e investiram em dívida portuguesa fizeram um bom negócio e os que tiveram dúvidas perderam uma boa oportunidade. Espero que desta vez me deem mais atenção”. Isto para mostrar que a transição e a convergência tinham, de facto, corrido de forma *smooth* e programada. Na parte final, a coisa poderia ter-se complicado. Porquê? Porque quando entra o Governo de António Guterres, de certa forma, há uma inversão na gestão do Orçamento de Estado. Portanto, começa a haver mais despesa pública, começa a haver mais orientação, no fundo, para uma política orçamental expansionista com maiores défices primários. O défice orçamental só não aumenta porque as taxas de juros caíram abruptamente, poupando na fatura do serviço da dívida. E, portanto, a fatura de juros caiu abruptamente. Em 1995, tínhamos um excedente primário de 0.4% do PIB, e um défice total de 5.2% do PIB. Em 1998, aqueles valores eram de um défice primário de 1.2% e um défice global de 4.4% do PIB, enquanto o peso dos juros baixava de 5.6%

do PIB para 3.2% (valores atualizados). Eu costumo dizer que nós entrámos para o Euro graças ao que foi feito até 1995 e apesar do que foi feito depois.

Daniel Veiga: Em 1998 também é publicada a Lei-Quadro da Dívida Pública. A minha questão é se participou no processo da criação da lei?

Dr. Vítor Bento: Sim, participei. Aliás, foi muito minha iniciativa.

Daniel Veiga: Então eu ia lhe perguntar se nos pode contar como é que surge esta questão da lei-quadro e quais foram os seus contributos para a mesma?

Dr. Vítor Bento: Os contributos foram, tanto quanto eu me lembro, substanciais, porque estive no cerne disso, juntamente com o Professor Doutor Eduardo Paz Ferreira. E, obviamente, sob a tutela do Governo. Na altura era o Professor Doutor Sousa Franco o Ministro das Finanças [do primeiro Governo de Guterres entre 1995-99]. E, portanto, eu devo dizer que o IGCP foi criado muito graças ao apoio do Professor Sousa Franco e graças ao apoio desse Governo, porque o Governo anterior [de Cavaco Silva] tinha rejeitado a ideia de criar o IGCP. Portanto, o Professor Sousa Franco apoiou muito a ideia e também apoiou a ideia de se disciplinar a emissão de dívida, no fundo, de tornar a gestão da dívida algo verdadeiramente profissional, definindo quais eram os vários graus de intervenção. Isto é, mantendo politizadas as opções fundamentais, porque essas são obviamente escolhas políticas, que cabem ao Parlamento e ao Governo. Por exemplo, quanto é o financiamento necessário para o défice orçamental e outras aplicações. Portanto, há decisões que estão definidas na lei como competindo ao Parlamento e ao Governo. Essas são as decisões políticas. Mas a partir do momento em que as decisões políticas são tomadas, as decisões técnicas de gestão são deixadas ao IGCP. Portanto, o IGCP gere, como gere qualquer banco de investimento, a dívida, tentando otimizar num conjunto de objetivos. E são definidos, são explicitados também muito claramente quais são os objetivos que devem ser seguidos. Devem ser seguidos que não é apenas um, são vários, são quatro ou cinco, salvo erro. Basicamente é minimizar o custo da dívida no longo prazo.

Aliás, como foi feito anteriormente, posso-lhe dar exemplos disso. Você pode conseguir minimizar o custo da dívida no imediato, sacrificando depois o futuro. Isso foi feito, por exemplo, antes de 94, através do recurso a *swaps*, para que conseguisse baixar muito o custo da dívida num determinado exercício orçamental, mas transferindo custos

para exercícios orçamentais futuros. E essa é a razão, porque se procura disciplinar a gestão da dívida, dando ao poder político aquilo que é político, mas retirando do poder político aquilo que não é político, nomeadamente retirando-lhe o oportunismo de poder sacrificar o futuro apenas para “fazer um bonito” durante uma gestão política curta. Suponha um Governo que dura um ano, quer ganhar folga orçamental, à custa do futuro. Isso seria um *trade-off* moralmente injustificado e, portanto, que a Lei da Dívida procurava era evitar estas possibilidades. Portanto, o Governo e o Parlamento decidiam quanto é que se tomar emprestado, quanto é que não se deve e tudo mais. (...) A ideia é esta: “À política o que é da política, para uma gestão profissional, aquilo que é a gestão profissional”. Mas atenção, dentro de um mandato que é dado politicamente. Isto é, é dado politicamente, vigiável, controlável e tudo mais. Portanto, havia o Tribunal de Contas, o próprio IGCP tinha um Conselho Fiscal. Portanto, havia um conjunto, elementos de controle. Tirava era o poder de arbitrariedade ao Governo de fazer jogos de curto prazo.

Daniel Veiga: Permita-me um realçar uma frase que disse que foi o Governo anterior não quis avançar com o IGCP. Suponho que se esteja a referir ao último Governo do PSD, não quis avançar.

Dr. Vítor Bento: Sim, o governo de 1991-1995. Eu entrei para o Tesouro, durante o esse Governo do PSD e continuei com o subsequente Governo do PS.

Daniel Veiga: Correto, mas isto para dizer que nós fizemos também entrevista ao Dr. Eduardo Catroga e ele tinha-nos dito que não conseguiu implementar o IGCP por falta de tempo político, por ser período de eleições.

Dr. Vítor Bento: Talvez, acredito que sim, aliás também devo confessar que, do lado do Ministério das Finanças tinha apoio, nomeadamente do Secretário de Estado [Adjunto] do Tesouro, que já não está connosco, que era o Walter Marques [do último Governo de Cavaco Silva], que era favorável à ideia, mas a ideia bloqueou mais acima. O mais acima não é necessariamente o primeiro-ministro, mas na própria estrutura do Governo. E, portanto, aí, quer dizer, houve um grau de ... eu não sei se foi só por tempo político. Para o Ministro das Finanças, sim. Admito que, se o Ministro das Finanças tivesse tido mais tempo político, tivesse apoiado a ideia. Eu fui para a Direcção-Geral do Tesouro no final de 1994. O Governo acabou em outubro de 1995. Portanto, de facto, estive pouco tempo

político com o Ministro das Finanças, Dr. Catroga. Mas havia uma ideia muito conservadora no Governo relativamente a criar um órgão autónomo da Administração Pública tradicional, mas por outras razões. As razões eram a mais de não tirar da administração pública determinadas funções que entendiam ser da administração pública. Acho que tinha mais a ver com isso.

Mas agora vou-lhe contar um episódio. Vale apenas como episódio. Eu desde muito cedo estava muito focado na criação do IGCP. E depois, quando mudou o Governo, percebi que havia recetividade à ideia. Mas havia também algumas dúvidas ainda. E uma vez convidei o secretário de Estado do Tesouro, que na altura era o Dr. Teixeira dos Santos para visitarmos a Irlanda, cuja experiência na matéria era, para mim, um exemplo que gostaria de seguir. E organizei uma ida à Irlanda para nos falarem da experiência deles. E lembro-me de que na reunião que tivemos no Ministério das Finanças irlandês, do nosso lado estava o secretário de Estado, estava eu, e estava alguém da equipa do gabinete do secretário de Estado, acho que era o Carlos Alves, já não lembro bem; do outro lado estava o Ministro das Finanças, estava alguém que dizia que deveria ser o equivalente ao Diretor-geral do Tesouro e outro quadro da Administração Pública. O Ministro das Finanças irlandês começa por dizer “O nosso organismo, que era o NTMA, foi criado por um Governo que não era o meu. Nós estávamos na oposição na altura. Mas posso dizer-lhe que foi das melhores decisões que nós tomámos. Se perguntar aqui às pessoas que estão ao meu lado, significando que eram os elementos administração, eles vão estar contra, vão arranjar argumentos contra. Portanto, se quiser o meu conselho, esqueça o que quem está ao seu lado possa dizer e avance, porque é a melhor decisão que podem tomar”. E, portanto, isto poderá ter tido um fator de influência no processo de decisão. Não terá sido definitivo, porque havia outras razões e, obviamente, o ministro não estava lá, mas o ministro era apoiante da ideia, percebeu a importância da ideia.

Daniel Veiga: Eu agradeço a partilha da história, e lá está, eu só peguei naquilo porque tínhamos feito a entrevista ao Dr. Eduardo Catroga e eu recorde-me de o doutor ter dito que não o fez por falta de tempo político.

Dr. Vítor Bento: Quer dizer, é verdade. No Ministério das Finanças havia abertura, dentro do Governo a coisa era mais complicada, e eu percebo, enfim, que em fim de mandato o Ministro das Finanças não terá querido comprar uma guerra, tinha outras

coisas para fazer. E terá certamente conversado com o secretário de Estado do Tesouro, o Dr. Walter Marques, era muito empenhado e ficou frustrado por não ter sido no mandato dele que se conseguiu realizar isso.

Prof. Ricardo Cabral: O ministro das Finanças da Irlanda quando argumentou a favor da agência de gestão da dívida pública dizia por causa dos ganhos de eficiência?

Dr. Vítor Bento: De eficiência e da agilidade. É claro que, relativamente à Irlanda, temos de reconhecer também que fizeram um ajustamento notável do ponto de vista da gestão das contas públicas, nomeadamente da dívida, que entre 1987 e 1995 reduziu em 30 pontos percentuais o seu peso no PIB. Ajustamento que continuou com mais de 50 pontos nos 10 anos seguintes. O essencial desse resultado, porém é político – resulta gestão política das contas públicas –, não é técnico. A técnica, neste caso, apenas acompanhou a política, procurando acrescentar eficiência financeira às opções políticas. Obviamente que a componente técnica e o tal instituto tornaram mais ágil a gestão da dívida, tornaram mais fácil a captação dos ganhos da redução da dívida, mas uma tal redução da dívida só se consegue através da gestão orçamental. A redução da dívida foi tal que, a dada altura, já dentro da moeda única, pouca dívida tinham para gerir. E aí o grande problema deles, praticamente, era não terem dívida para alimentar o mercado.

Prof. Ricardo Cabral: Como estão agora ter com os elevados excedentes que registaram nos últimos anos.

Dr. Vítor Bento: Exato. De tal forma que, tendo a dívida voltado a subir na sequência da crise financeira, até atingir 120% do PIB em 2013, já estão atualmente em cerca de 40%!

Daniel Veiga: Passando agora também para a adesão ao Euro, eu pedia-lhe um comentário sobre quais impactos positivos, e aqueles que também considera menos positivos, da adesão ao euro e da política levada a cabo pelo BCE e pela gestão da dívida numa UEM?

Dr. Vítor Bento: Bom, em primeiro lugar, a criação do Moeda Única é um projeto que, acima de tudo, é um projeto político. Por razões que uns podem gostar e outros podem não gostar, mas obviamente é uma decisão política que procura obedecer a grandes objetivos que estão para além da economia. A economia é instrumental, mas outros objetivos são mais relevantes, como a criação de um ambiente de paz na Europa, a criação

de uma Europa suficientemente dimensionada para poder ser competitiva internacionalmente, etc. Portanto, são objetivos políticos. E, portanto, nós não podemos fazer a avaliação do sucesso ou insucesso apenas com base em indicadores económicos. Os indicadores económicos podem servir para avaliar o sucesso ou insucesso do ponto de vista económico, mas tem de se ter sempre presente que o grande envelope é político e aí temos de avaliar com base nos resultados políticos.

Tendo em conta tudo aquilo que tem sido a experiência, eu acho que o resultado tem sido notável e tem sido, provavelmente, melhor do que se estaria à espera. Houve problemas, claro que houve. Mas, apesar de tudo, nós conseguimos ter uma união monetária, sem união política, que é uma coisa que nunca existiu duradouramente. Isto já dura há mais de vinte anos. Portanto, nunca houve nenhuma união monetária que tivesse tido sucesso sem estar apoiada numa união política. Isto de alguma forma é um sucesso.

Depois, outra coisa que há que reconhecer, é que no meio daquilo que parece ser uma grande ortodoxia, há uma grande flexibilidade. Nós distraímos o olhar para a ortodoxia teórica e descuramos a flexibilidade prática. Se as regras da ortodoxia teórica tivessem sido seguidas, o Euro tinha acabado em 2011 ou 2012. Havia dois pilares fundamentais dessa ortodoxia onde assentou a União Monetária. Um era o *no bailout*, isto é a proibição de resgate dos Estados que entrassem em falência financeira. E o segundo era a proibição de financiamento monetário das finanças públicas. Portanto, eram os dois pilares em que assentava a União Monetária. E, rapidamente, se percebeu, que se isso tem sido levado ao extremo, a União Monetária teria fracassado. E, aliás, é curioso ver que o primeiro resgate, que é o da Grécia, vê-se a ginástica que foi feita para tentar conciliar a inevitabilidade do resgate com o cumprimento dos princípios da ortodoxia do quadro mental. E, por isso, numa coisa que é completamente insensata, o primeiro empréstimo à Grécia começa por ser feito aplicando taxas de juro penalizadoras. Precisamente dentro do princípio de que eles estavam em violação das regras, pelo que teriam de ser penalizados, com um financiamento mais caro. Arranjaram um alçapão legal no Tratado para justificar que podiam que se podia dar um empréstimo à Grécia, mas teria de ser a taxas que sinalizassem a penalização. É claro que, se a Grécia já não tinha dinheiro para pagar os compromissos, se já estava falida, menos iria ter para pagar as penalizações. Por isso, os resgates seguintes acabaram por ter de ser mais ostensivamente assumidos como resgates. Depois entrou engenharia dos juristas em tentarem arranjar conformações

daquilo que foi necessário fazer com os termos do Tratado, para tentar demonstrar que a violação do Tratado – proporcionando um *bailout* – não tinha sido uma violação do Tratado. Mas salvou-se a integridade da moeda única.

O mesmo voltaria a acontecer depois com o financiamento monetário. No fundo com o “*whatever it takes*” do Mario Draghi. Percebeu-se que uma situação em que se estava com a própria ideia de penalizações, com a própria ideia de que não podia haver resgate, com a própria ideia de que quem se portava mal tinha de ser penalizado, os próprios mercados financeiros começaram a retrair-se de assumir riscos junto a países que não saberiam se iriam conseguir manter-se ou não dentro do euro. E, basicamente, aquilo aconteceu e que tem sido pouco referido é que o grande aumento dos *spreads* que ocorre nessa altura, estamos a falar a partir de 2011, não é risco de crédito (propriamente dito), é risco cambial. Porque, basicamente, o grande risco que havia é que se esses países tivessem de sair da UEM e tivessem de emitir em moeda própria, a dívida existente teria de ser redenominada em moeda própria, com grande desvalorização. Portanto, grande parte desses *spreads* é risco cambial. Não é que os países de repente se tornassem mais frágeis. Não, é que para poderem sobreviver financeiramente teriam que emitirem as dívidas nas próprias moedas. Iria passar a ser dívida na moeda nacional dos países, que teria uma grande desvalorização e, portanto, risco cambial. O que significa que a própria ideia de existência de risco cambial dentro da União Monetária é autodestrutiva para a União Monetária e, por isso, Draghi, percebendo-o, lança o grito do “*whatever it takes*”, para eliminar a percepção de risco cambial, e E na prática o que o que vem a ser feito é assegurar financiamento monetário `s finanças públicas, mas “pela porta das traseiras”, isto é, de forma indireta, através da “intermediação” pelo sistema bancário. No fundo, aquilo que salvou a União Monetária foi o BCE passar a fazer o financiamento monetário das finanças públicas, eliminando a percepção de risco cambial. Porque o que quer dizer o “*whatever it takes*”? Quer dizer que estes países não vão sair do Euro. Façam o que quiserem, não vão sair do Euro. Mas se não vão sair do Euro, e se dá essa garantia, o risco cambial desaparece. E ao desaparecer o risco cambial, os *spreads* voltam a convergir. Mas, obviamente, para isso ser feito, para dar fortaleza ao anúncio, foi preciso, no fundo, pôr dinheiro em cima, foi assegurar o financiamento monetário por via indireta. Os Estados não são financiados diretamente, os Estados emitem, os bancos compram e depois os bancos passam para o BCE. E isto permitiu, mais uma vez, a arquitetura do

argumento jurídico que não há financiamento monetário, mas para os economistas isso não passa despercebido.

Daniel Veiga: A última questão que lhe coloco, e essa questão não estava nas perguntas que lhe enviei, mas se internamente, especialmente no início do Euro, os decisores políticos portugueses descuraram a questão de dívida externa?

Dr. Vítor Bento: Sim, claro. Mas não foram todos. Eu lembro-me que, desde 1998 (num artigo, salvo erro, no Diário Económico), comecei a chamar atenção para o problema do défice externo [da balança corrente] de Portugal. Porque, de facto, o nosso problema, assim como o problema da Grécia ou da Irlanda, não foi um problema de dívida pública. Obviamente a dívida pública estava em valores excessivos, mas a crise é uma crise típica de Balança de Pagamentos. A crise que nós tivemos, assim como a crise da Grécia e da Irlanda, é uma crise típica de Balança de Pagamentos e, portanto, de financiamento externo. E aqui também com uma confusão de percepção, porque criou-se a ideia de que, estando todos no Euro, nós emitíamos a moeda nacional. Isto é uma meia-verdade. É verdade que o Euro passou a ser a moeda nacional de todos os países, mas é uma moeda nacional que os países não controlam. Porque quando nós temos moeda nacional, a moeda é controlada pelo próprio país. O país decide as regras em que imite, em que não imite e, se for preciso financiar monetariamente, financia. Enfim, tomaria as decisões necessárias para evitar o descalabro. Mas, sendo teoricamente a moeda nacional, o Euro funciona mais como moeda estrangeira. Isto é, os Estados emitiam numa moeda que não controlavam, que é o que acontece na moeda estrangeira. Esse foi o problema e foi o erro de conceção daqueles que achavam que, estando na moeda única, deixava de haver problemas de financiamento porque toda a gente se financiava na moeda nacional. Sim, mas não na moeda que nós controlássemos. Desse ponto de vista, o Euro funcionava mais como moeda externa do que como moeda nacional, o que significa que na prática, de repente, os países tinham toda a sua dívida em “moeda externa”.

Este foi o erro de interpretação que foi cometido e, de facto, à conta desse erro, descurou-se o problema do défice externo, que esse é que foi o grande problema. E sendo proibidas as transferências entre países, isso foi o elemento de bloqueamento, porque não era possível continuar a alimentar a dívida externa, a fazer crescer a dívida externa. Nós fomos, agora a coisa está melhor, mas dos países do mundo – o sétimo país do mundo –

em endividamento externo, em percentagem do PIB. Portanto, a nossa crise foi uma crise de BP.

Voltando à questão do Euro, mais uma vez, a flexibilidade. Portanto, o Euro aceitou uma determinada ortodoxia de funcionamento da economia. Essa ortodoxia foi levada ao extremo e foi aplicada na crise das dívidas soberanas, agravou muito a crise, porque, se se tivesse percebido que a crise era uma crise de Balança de Pagamentos, e se tivesse havido, digamos, o bom senso de aplicar a receita Keynesiana, que é, a balança de pagamentos é um problema dos dois lados. Tanto é desequilibrado o défice da balança corrente, como é desequilibrado o excedente da balança corrente [por parte de outros estados-membros]. Porque em termos agregados, tem de se estar equilibrado. Para haver um défice da balança corrente num lado tem de haver um excedente noutro, e vice-versa. Este era o princípio do padrão-ouro. Por isso, a partir do momento em que havia desequilíbrio, essa responsabilidade da redução dos equilíbrios teria de pertencer aos dois lados. Um teria de contrair a sua procura interna, teria de aplicar austeridade sobre a procura interna, mas os países excedentários teriam de aumentar a sua procura interna para criar procura externa para os outros. Algo que não fizeram. Portanto, às tantas, toda a gente estava a fazer austeridade, quer os deficitários, quer os excedentários. E isso acabou por contrair a procura agregada em todo o mercado. No fundo, isso é que criou a espiral recessiva. O processo foi mal gerido. Mas, entretanto, e por isso é que, às tantas, ao terem percebido que isso levava ao desastre, veio o *whatever it takes*, mudar a política. Olhado do ponto de vista político, eu, por exemplo, se estivesse num lugar de Passos Coelho, teria um enorme ressentimento porque a Europa acabou a fazer, depois da crise resolvida, aquilo que tinha recusado fazer durante a crise. Após ter imposta a austeridade generalizada, a Europa virou a sua política 180°, e passou a dar financiamento fácil, em condições praticamente sem contrapartidas, coisa que tinha sido recusado aos países intervencionados [como o Governo liderado pelo Dr. Passos Coelho]. Obrigaram-no a fazer uma austeridade muito violenta, porque diziam que essas eram as normas de funcionamento da UEM. E depois de ter sido feito o ajustamento, alteram as normas e no fundo foi o que nos permitiu fazer que foi feito depois, a partir de 2015.

Prof. Ricardo Cabral: Subscrevo a sua perspetiva. Não sei se tem mais algum comentário sobre as perspetivas futuras e sobre a sua opinião sobre este processo todo? E nomeadamente sobre esta questão que levantou agora. Portanto, neste momento estamos

a reduzir essa dívida externa e não temos problemas. Estamos excedentes orçamentais e excedentes externo, portanto não enfrenta problemas de refinanciamento da dívida pública. Mas, por exemplo, nota-se, através da política monetária do BCE, com a remuneração dos juros para implementar o controlo da taxa de juro de curto prazo, que o rendimento de senhoriagem praticamente desaparece.

Dr. Vítor Bento: Isso é transitório. Isso resulta, no fundo, da necessidade de terem feito a política anti-inflacionista num espaço muito curto. Eu acho que isso é transitório. Aliás, nós tivemos esse problema aqui em Portugal, também numa situação dessas, quando tivemos de fazer uma política anti-inflacionista muito forte entre 1992-95. Nessa altura, o Banco de Portugal também teve prejuízos, precisamente por isso. Nessa altura nós tínhamos taxas de juros elevadas por razões de política monetária interna e isso atraía muitos movimentos de capitais, portanto era criada muita liquidez. O Banco de Portugal tinha de esterilizar essa liquidez e, para esterilizar essa liquidez, tinha de oferecer taxas de juros elevadas e, portanto, tinha do lado do passivo encargos muito maiores que depois não conseguia rentabilizar com a reserva cambial. A reserva cambial recebia juros internacionais, mas depois, para absorver a liquidez do mercado doméstico, tinha de pagar juros muito mais elevados e o BdP atravessou também um período de prejuízos.

Prof. Ricardo Cabral: Ok. Também referiu o financiamento monetário, considera que se for necessário no futuro o BCE deixar a posição mais ortodoxa do passado e, portanto, a possibilidade de algum financiamento monetário?

Dr. Vítor Bento: Não, eu acho que essa ideia está consagrada. Portanto, a partir do momento em que se admitiu que o BCE podia ter este tipo de transmissão da política monetária e, portanto, a partir do momento em que isso foi aceite, obviamente dentro de limites, a partir de agora é um instrumento normal e será utilizado sempre que seja necessário. Eu hoje não creio que haja condições para voltar a ter uma crise como a de 2011. Nunca se pode dizer nunca, mas não creio que isso volte a ser possível. A ideia do resgate está assumida, já estão criadas as instituições para fazer os resgates e o BCE também já tem assumido que fará tudo o que for necessário para assegurar os mecanismos de transmissão da política monetária, que obviamente é um eufemismo, mas que lhe permite intervir para financiar os governos quando for necessário.

A coisa interessante, do ponto de vista mais macroeconómico, mas que não está relacionada com o vosso trabalho, é uma tese do Krugman (não tenho acompanhado ultimamente se ele mantém essa posição ou não). Da estrutura macroeconómica, em geral, o equilíbrio das economias, nomeadamente ocidentais, passou a depender de taxas de juro reais negativas. Dentro do quadro IS-LM, o pleno emprego só é atingível com taxas de juro reais negativas. Como não é possível, ou é muito difícil, ter taxas nominais negativas, isso só se consegue com a inflação. Basicamente, o que vai acontecendo é que os Bancos Centrais emitem muita moeda fundo para tentar trazer as taxas para perto de zero e essa moeda vai parar aos mercados de ativos e, portanto, gera-se uma bolha especulativa no mercado de ativos. Essa bolha rebenta, cria uma crise. A sucessão de ciclos seria mais baseada na repetição de bolhas para poder acomodar uma taxa de juro real negativa, que é a única forma de equilibrar a oferta e a procura no mercado de bens. A que se sucede uma crise para destruir o excesso financeiro. Enfim, é uma tese dele. Eu acho que tem algum interesse, porque nós vimos que o mercado de ativos, do meu ponto de vista, está há muito tempo inflacionado, que, aliás, a habitação é apenas um exemplo. Eu não vejo, eu não creio, que a economia tenha capacidade de gerar rendimento que justifique a riqueza que está expressa na avaliação dos ativos financeiros. Mas como eu acho isto há muito tempo e nada aconteceu, sou eu que estou errado. Mas continuo a não perceber. Até mesmo a economia mundial, não é uma especificidade da nossa economia. Aquilo que se tornou especificidade, como consequência da globalização de ativos, é que, no passado os ativos reais, nomeadamente a habitação, os seus preços estavam muito relacionados com o rendimento de quem comprava a habitação: os residentes. Casas semelhantes, teriam preços diferentes, consoante os países. E, portanto, um T4 em Lisboa seria sempre muito mais barato do que um T4 em Paris, porque era relacionado com as capacidades locais. O que aconteceu, nos últimos anos, foi que a habitação passou a ser um ativo como outro qualquer, que é transacionado internacionalmente. De repente, um país cujos ativos reais têm preços muito baixos na comparação internacional, tornar-se interessante para investimentos a partir de qualquer parte do mundo. E esta base alargada para investimento nos ativos reais faz convergir os respetivos preços para níveis internacionais. Temos uma situação onde o preço dos nossos ativos reais está a convergir para os preços internacionais quando o nosso rendimento converge muito menos ou não converge. Por isso é que nós estamos nesta situação mais aguda, mas, aliás, praticamente

todos os países da Europa estão com problema da habitação, principalmente por causa disto. Porque não há onde aplicar o dinheiro, aplica-se em imobiliário. É um ativo que dá rentabilidade, se calhar mais do que outro tipo de ativos financeiros, sobretudo quando as taxas de juros estão negativas ou estão com 0,5%.

8. Entrevista ao Professor Doutor Fernando Teixeira dos Santos

Entrevista (adaptada) ao Prof. Dr. Teixeira dos Santos realizada via plataforma Zoom pelas 10 horas no dia 10 de outubro de 2024 com a presença do Prof. Ricardo Cabral, editada pelo autor para melhor compreensão e enfoque no tema em investigação.

Daniel Veiga: Bom dia. Foi secretário de Estado do Tesouro e das Finanças entre 1995 e 1999, após a introdução do financiamento da dívida pública nos mercados, primário e secundário, e a proibição do financiamento monetário. Qual a sua perspectiva sobre a política de gestão da dívida antes da adesão ao euro?

Prof. Dr. Teixeira dos Santos: No período em que eu fui Secretário de Estado, após a adesão do país à União Europeia, Portugal teve de continuar a se enquadrar na nova realidade dos mercados financeiros, dando seguimento a alterações iniciadas por governos anteriores, que vinham já a desenvolver políticas mais voltadas para o financiamento nos mercados. Sem dúvida, no período em que eu fui Secretário de Estado, onde os critérios de adesão à moeda única para além (das taxas de) juro, inflação, o défice, a dívida, sem dúvida que um deles, de natureza mais institucional e que era importante, foi a independência do Banco Central. A prática do passado, do financiamento do Estado junto do Banco Central, era inconveniente de facto, por razões económicas, financeiras e institucionais. Assim foi necessário reconhecer um estatuto de independência e de autonomia ao Banco de Portugal na condução da política monetária. E o financiamento monetário do Estado é, obviamente, algo que compromete sobremaneira essa independência. O primeiro governo do Eng.º Guterres, com o ministro das Finanças, Sousa Franco, estava muito focado na adesão à moeda única e muito preocupado também com esta questão da independência do BdP. Procurou-se, na altura, dar um salto no sentido daquilo que já era o enquadramento legislativo que existia se tornasse uma realidade e intensificou-se o recurso ao financiamento da dívida pública nos mercados. Para o efeito foi necessário introduzir uma reforma institucional importante na gestão da dívida pública, que levou à criação do IGCP.

Daniel Veiga: Observou a criação do IGCP. Então, permita-me pegar precisamente pela criação do instituto, que veio substituir a Junta de Crédito Público e a Direção-Geral

do Tesouro na emissão de dívida. Pergunto-lhe quais são as grandes diferenças, considerando o modelo antes e depois de 1996?

Prof. Dr. Teixeira dos Santos: Acima de tudo, uma entidade que gozasse de autonomia, obviamente sujeita ao controlo político e administrativo - que era importante - mas sem estar sujeita, por exemplo, ao visto prévio do Tribunal de Contas para operações de financiamento da dívida pública, que era um dos procedimentos que na altura limitava muito a capacidade de gestão da dívida pública, a sujeição ao visto-prévio do TdC para fazer esta gestão. Isso dificultava a participação em mercado. Como é possível estar a fazer emissões de títulos de dívida pública nos mercados e simultaneamente a solicitar a autorização do Tribunal de Contas? Quer dizer, há aqui algo que não funcionaria, e não funcionava. Foi isso que esteve na raiz da criação do IGCP e inspiramo-nos muito na experiência irlandesa, que na altura era uma referência. Era um bom exemplo de uma instituição mais profissionalizada, mais autónoma, com critérios económico-financeiros subjacentes. E recordo-me na altura que visitámos o instituto irlandês [MTNA], em que era eu Secretário de Estado, e o Dr. Vítor Bento, era na altura diretor-general do DGT, e fizemos essa visita à Irlanda para conhecer melhor a experiência e a organização do instituto, e foi daí que surgiu o IGCP.

Daniel Veiga: Qual foi o *feedback* da parte dos irlandeses à criação?

Prof. Dr. Teixeira dos Santos: Ficaram muito satisfeitos de saber que a experiência deles era inspiradora e tão importante para Portugal. Acho que desde aí a gestão da dívida pública tomou novos caminhos e foi substancialmente diferente daquela que tínhamos tido no passado.

Daniel Veiga: Outro quadro legislativo que foi alterado nesta altura foi a Lei-Quadro da Dívida Pública, em 1998, que continua em vigor e, portanto, pode-se considerar um marco importante nesta história da gestão da dívida pública portuguesa. Por isso, pergunto-lhe qual foi o seu contributo para esse processo e na sua perspectiva quais foram os reais benefícios da mesma?

Prof. Dr. Teixeira dos Santos: O trabalho foi liderado, na altura, pelo ministro, pelo professor Sousa Franco. Foi acompanhado pelo meu gabinete, naturalmente, na qualidade

de secretário de Estado do Tesouro. Mas, sem dúvida, tendo presente a criação do IGCP, a adesão de Portugal à moeda única e a participação no mercado europeu de dívida pública, havia que criar um enquadramento legislativo que permitisse, por um lado, regras de flexibilidade na gestão da dívida pública que permitisse atingir os objetivos que a própria lei define, designadamente, um espectro temporal de maturidades mais alargado, de melhor repartição dos encargos ao longo do tempo, de melhor gestão do risco. Por outro lado, um enquadramento que reconhecesse a autonomia do IGCP nessa gestão, e ao mesmo tempo que salvaguardava o controlo democrático e político da gestão que o executivo iria fazer da dívida pública. E essa lei-quadro estabelece, princípios importantes, quer de controlo político por parte da Assembleia da República, de acompanhamento e até participação do poder político executivo, mas também de autonomia. A Lei-Quadro da Dívida Pública foi um marco importante e, como diz, é uma lei que tem já uma vigência de quase 30 anos, que não foi sujeita a alterações substantivas e que revela bem o quão acertada foi no seu tempo.

Daniel Veiga: Exatamente. Enquanto secretário de Estado, recorda-se nesse período, de alguma dificuldade no financiamento ou refinanciamento da dívida pública?

Prof. Dr. Teixeira dos Santos: Não me recordo de nenhum episódio, de nenhuma dificuldade. Na altura nós tivemos a crise do sudeste asiático de 1997, mas não tenho a perceção que essa crise financeira tenha afetado muito o acesso ao mercado e as condições de financiamento da dívida pública portuguesa na altura. O temor nessa época era mais até a capacidade de conduzir as operações de privatização que na altura foram conduzidas e dos mercados poderem estar mais ou menos relutantes a essas operações, mas na dívida pública não, não tenho memória.

Daniel Veiga: E a importância do financiamento externo? Porque verifica-se quando se analisa os dados que, a partir de meados da década de 90, esse financiamento externo começa a aumentar.

Prof. Dr. Teixeira dos Santos: Sim, isso é importante porque, sem dúvida, pelas razões que há pouco referi, com as limitações administrativas existentes, era muito difícil Portugal ter uma participação muito ativa e contínua nos mercados externos. Essa mudança de enquadramento permitiu que, de facto, Portugal pudesse estar mais presente

nos mercados externos. E, o facto de Portugal estar empenhado na adesão à moeda única, dos fundamentais macroeconómicos estarem a evoluir de forma favorável, isso melhorou a perceção dos mercados externos relativamente à República. Portanto, também facilitou a Portugal o acesso a esses mercados. Com a criação do IGCP, com esse novo enquadramento, é óbvio que tínhamos os instrumentos e estávamos preparados para uma participação mais ativa nos mercados externos e não me surpreende que isso tenha acontecido.

Daniel Veiga: Antes de avançarmos para a época do euro, permita-me recuar à década de 80, e lendo o decreto-lei que estipula os Bilhetes de Tesouro, o mesmo, no seu preâmbulo, diz que os défices orçamentais deveriam “*ser financiados cada vez mais a preços formados em mercado e com menor recurso à criação de moeda primária*”. Portanto, estamos a falar de financiamento monetário. A minha questão, durante este cenário, e queria um comentário seu, é se se pode afirmar que o financiamento através de mercado era um requisito imprescindível para a adesão de Portugal à Comunidade Económica Europeia?

Prof. Dr. Teixeira dos Santos: Não tenho ideia que fosse esse o caso. Não me parece que o financiamento monetário dos défices públicos na altura fosse um empecilho à adesão de Portugal à CEE. Isso em si não parece que fosse o problema. Contudo, não me surpreenderia que houvesse recomendações para que Portugal olhasse para isso e fizesse algo a respeito. Mas não creio que fosse uma condição.

Eu acredito que nos anos 80 a preocupação fundamental era, precisamente, de aliviar a emissão monetária por razões de controlo da inflação. As taxas de inflação de Portugal nos anos 80 e, em particular, nos primeiros anos dessa década, foram historicamente muito elevadas. Os governos na altura estavam muito preocupados e focados no seu controlo. E, recordo que nós tínhamos acabado de ter uma segunda intervenção do FMI no país e vivíamos num regime que chamaria de repressão monetária, ou seja, vivíamos num regime de controlo do crédito, precisamente para controlar a evolução da massa monetária. A existência de financiamento monetário dos défices era algo que punha em risco o controlo da massa monetária. A par deste objetivo de melhor controlo da massa monetária e da política monetária também, - e aqui talvez, presumo, no quadro de integração de Portugal na União Europeia fosse importante -, é a necessidade de

modernizarmos o nosso sistema financeiro. Tínhamos um sistema financeiro onde praticamente os produtos oferecidos à população eram só os produtos bancários, os depósitos. Houve uns episódios de alguma atividade da Bolsa, mas não era algo estrutural. [Isto é], não fazia parte dos hábitos de poupanças dos portugueses e, aí, houve a necessidade de introduzir novos produtos, alternativas aos depósitos para a aplicação das poupanças, que permitissem este duplo objetivo de modernizar o sistema financeiro, dando alternativas aos aforradores e ao mesmo tempo facilitando o controlo monetário, reduzindo o financiamento monetário.

Daniel Veiga: O professor estava a referir-se às mudanças que tinham ocorrido. Então pergunto-lhe quais considera que foram as mudanças principais entre 1986, isto é o ano da nossa entrada na CEE, e 1999, o ano da adesão ao euro? Se nos quiser fazer um resumo, especialmente desde meados da década de 80 até 1995, quais considera que foram as medidas cruciais para a criação quer do mercado primário e secundário de dívida? E para o fim do financiamento monetário?

Prof. Dr. Teixeira dos Santos: Sim. Sem dúvida que as iniciativas dos anos 80, no sentido da emissão de Bilhetes de Tesouro, foram importantes para ensaiar uma nova abordagem da gestão da dívida pública e criar o próprio mercado. E essa foi uma prática que se foi desenvolvendo ao longo dos anos e quando chegamos aos anos 90 já tínhamos um peso mais significativo da dívida pública titulada do que tínhamos no passado. Isso foi importante. Agora, repito de muita importância, a proibição do financiamento monetário, como critério de adesão ao euro e a criação do IGCP penso que foram marcos importantes para uma maior proatividade do país na emissão de dívida para o mercado e em particular para os mercados externos. E daí a necessidade da lei-quadro, que há pouco referimos, para dar um quadro de referência mais robusto e coerente a toda essa transformação.

Daniel Veiga: Agora passando para a época em que o cargo de Ministro das Finanças, em retrospectiva, especialmente a partir de 2010, quando Portugal enfrentou crescentes dificuldades para financiar a sua dívida, pode-nos resumir os aspetos da gestão da dívida pública dessa época e as dificuldades de financiamento que teve também?

Prof. Dr. Teixeira dos Santos: No período em que fui Ministro das Finanças procurou-se alterar o perfil temporal das emissões, com emissões com maturidades mais longas e conseguimos de facto levar a cabo algumas. Com a crise financeira, a partir de 2008, e em particular depois em 2010, quando a crise das dívidas soberanas se fez sentir, sem dúvida que começámos a ter dificuldades no acesso ao mercado e, em particular, para maturidades longas. As dificuldades que nós sentimos fizeram-se sentir cada vez mais no custo da emissão. E, nos momentos mais difíceis, entre finais de 2010 e início de 2011, começámos a sentir mesmo dificuldades na colocação, em ter entidades que estivessem dispostas a adquirir a dívida pública portuguesa. O financiamento externo reduziu-se. Passámos a ter tomadores de dívida mais a nível nacional, começando a ter maior peso que os investidores externos. E, com as maturidades também mais curtas, há emissões de mais curto prazo, porque sem dúvida que a aversão ao risco na altura era maior o que tornava difícil a emissão da dívida, a ponto de ter sido necessário termos de nos socorrer dos meios alternativos de apoio do Fundo Monetário Internacional e das instituições europeias.

Daniel Veiga: Precisamente referiu o aumento da aversão ao risco e em contrapartida o aumento da taxa de juro. Disse também em entrevista ao semanário *Expresso*, à época, que se a taxa de juro das Obrigações de Tesouro a 10 anos chegassem a 7%, começava a ponderar a hipótese do resgate. A questão que lhe coloco é o porquê desses 7% e depois se nos pode contar como é que foi esse processo do resgate?

Prof. Dr. Teixeira dos Santos: Essa questão de 7% tem uma história. Porque repare, isto não é, *rocket science*. Não é uma ciência exata. E, de alguma forma, o número de 7% foi-me posto na boca. Eu vou explicar. O jornalista que estava a perguntar sobre a subida da taxa de juro e quando é que nós consideraríamos pedir um resgate e eu estava a tentar fugir à questão e [o jornalista continuava] muito assertivo nisso. “Nunca se sabe, depende muito da forma como é que os mercados reagem”. E é ele que lança o número “se atingir os 7% a taxa de juro?”. Bem, eu disse, se atingir um nível como esse, então estamos a atingir níveis de taxas de juro que são preocupantes. Foi assim que surgiu o número de 7%. Sem dúvida que aí, se sentíssemos um agravamento crescente das taxas de juro com a dificuldade de termos tomadores para a dívida, estávamos numa situação em que tínhamos de socorrer de vias alternativas de financiamento. Curiosamente, quando surgiu

a questão de nós termos de arranjar uma de forma de ultrapassar esses problemas e quando equacionamos entrar num programa do tipo cautelar ou preventivo, que nos permitisse, ou que facilitasse o acesso da República aos mercados, em fevereiro de 2011, as taxas de juro dos títulos da dívida pública nos mercados secundários começam a atingir valores nessa ordem. Portanto, de facto, o número de 7% surgiu como surgiu, mas acabou por não estar muito longe daquilo que de facto se viria a verificar.

Nós começámos a sentir essas dificuldades principalmente no início de 2011. Porém, logo depois da Irlanda ter pedido o auxílio em novembro de 2010, a pressão sobre Portugal aumenta. Os mercados começam a apostar que Portugal vai ser a próxima peça do dominó a cair. Começámos a sentir essa pressão. Apesar de tudo, consegue-se ir fazendo colocações de dívida pública nas condições que há pouco referia, a taxas de juro mais elevada é certo, e com maior participação de investidores nacionais. Mas foi a seis de abril de 2011 que tivemos uma emissão que não foi fácil e ao mesmo tempo estávamos a assistir a uma deterioração do *rating* dos bancos, porque tendo eles tomado a dívida pública portuguesa, a sua exposição ao risco soberano tinha aumentado. Foi isso que levou a que nesse dia eu tivesse reconhecido a necessidade de pedir auxílio ao FMI e aos nossos parceiros europeus (UE) para ser capaz de assegurar as necessidades de financiamento das Administrações Públicas portuguesas. Como deve perceber, não foram tempos fáceis. Mas pessoalmente considero que ainda bem que nos socorremos desse auxílio externo para ultrapassar essas dificuldades.

Daniel Veiga: O professor referiu agora de que ainda bem que se pediu o resgate, dada a situação da dívida pública portuguesa. No entanto, o então Primeiro-Ministro disse que o PEC 4 poderia ter salvado o país e que o seu chumbo prejudicou o país. Acredita mesmo que tenha prejudicado ou seria só um adiamento do inevitável?

Prof. Dr. Teixeira dos Santos: Daniel, essa é uma questão difícil. É uma questão em que não existe o contrafactual. Dependeria muito da forma como os mercados reagissem a esse programa cautelar chamado PEC 4. Será que os mercados iriam considerar que esse programa era o suficiente para o país, restaurando a confiança dos mercados e gerando uma dinâmica virtuosa? É difícil dizer. Mas também não estava só em causa o financiamento do Estado, também os próprios bancos tinham de fazer um esforço

significativo da sua recapitalização. Não sei se seria a solução. É bom acreditar que sim, mas não posso ter uma certeza sobre isso.

Daniel Veiga: Sim, eu também fiz a questão sabendo que, como o professor disse, o contra factual não existe e é difícil prever o que teria acontecido nesse cenário alternativo.

Prof. Dr. Teixeira dos Santos: Sim, é difícil. Porque, repare e é algo de que eu normalmente falo aos meus alunos que são os *animals spirits* também presentes nos mercados financeiros. É muito difícil antever como é que reagem os mercados. Porque, assim como se gerou uma dinâmica penalizadora para o país, e que nos levou a um pedido de resgate de ajuda externa, posso considerar que os mercados reagiram exageradamente, *overreacted*, à situação visto que os próprios mercados se assustaram com a situação gerada nas dívidas soberanas europeias. Não sei se perante um evento desses os mercados não poderiam ter uma reação simétrica a essa, mas é difícil. É difícil dizer, mas se calhar também seria difícil acreditar que os mercados o fariam, que de num momento para o outro mudassem [a sua expectativa].

Prof. Ricardo Cabral: Nós entrevistámos o Dr. Vítor Bento e ele argumentou que a inversão da política monetária europeia foi injusta para o ex-primeiro-ministro, Pedro Passos Coelho, porque a política monetária só se alterou em julho de 2012 com a famosa frase de Mario Draghi “*whatever it takes*”. O mesmo argumento não se aplica a si? Se o Presidente do BCE de então, Jean-Claude Trichet, tivesse o dito o mesmo que Draghi em 2010 o cenário teria sido completamente diferente na sua perspetiva?

Prof. Dr. Teixeira dos Santos: Sem dúvida, tem razão. É evidente se partirmos do princípio que o PEC4, esse programa calcular, por si só, poderia não ser suficiente. Mas, o que poderia acontecer estando Portugal com esse programa e com os desenvolvimentos que tivemos com o “*whatever it takes*” do Draghi, e depois os avanços para a criação da União Bancária, essa dinâmica positiva pudesse vir a fazer sentido. Isso é verdade. Mas estamos no campo do tal contra factual muito difícil de se fazer. Agora uma coisa é certa, chegámos à situação que chegámos de dificuldade de acesso ao financiamento, porque a Europa foi incapaz de ter uma resposta europeia à crise. A Europa, na altura, e principalmente em 2008 com a falência do *Lehman Brothers*, foi cada um cuide de si. Não houve uma rede de apoio europeia aos países, uma resposta conjunta. Cada um teve

de enfrentar as suas próprias dificuldades. E, eu creio que foi isto, esta perceção que os mercados tiveram, de que a Europa não tinha instrumentos e mecanismos para enfrentar uma situação como esta que assustou os mercados e levou à dinâmica que assistimos na crise das dívidas soberanas.

Daniel Veiga: E acredita a lição foi aprendida. Isto é que após a crise da dívida soberana foram criados os mecanismos necessários para ter uma resposta europeia a crises similares?

Prof. Dr. Teixeira dos Santos: Sim, eu acho que estamos agora mais equipados do que estávamos na altura. O SMP [*Securities Markets Programme*] é algo importante. Aliás, se bem me recordo, era na altura um mecanismo transitório para apoio aos países, que no verão de 2011, já se estava a discutir a criação de um mecanismo permanente. E, entretanto, também tivemos outras situações, estou a pensar em particular na pandemia e a capacidade que a Europa mostrou em responder de forma comum. Percebeu-se que perante crises sérias é preciso uma resposta europeia. E isso veio a acontecer na pandemia. Acho que se aprendeu algo com isso [e espero que para o futuro] tenhamos a capacidade política e os instrumentos para perceber que essa resposta [conjunta] é importante.

Daniel Veiga: Portanto, isto encaminha-me para a última questão que lhe tenho para fazer, que é qual a sua perceção da adesão de Portugal ao Euro, os impactos que tiveram na dívida pública e quais as suas perspectivas desta União Económica e Monetária no futuro?

Prof. Dr. Teixeira dos Santos: Eu acho que a entrada de Portugal na UEM foi a grande reforma estrutural da economia portuguesa nas últimas décadas. Colocou-nos num enquadramento onde nós temos verdadeiramente de apostar nos fundamentais da competitividade da nossa economia. Nós vivemos muitos anos com um défice de competitividade que continua. Temos uma competitividade ainda bem abaixo da média europeia. Apesar de, com moeda própria, é possível recuperarmos alguma da nossa competitividade face aos nossos parceiros externos através da desvalorização da moeda, essa é, no meu entender, uma via empobrecedora para o país. Ou seja, é uma forma de competir internacionalmente com níveis baixos de competitividade, embaratecendo os nossos produtos, desvalorizando o valor da riqueza criada no país face ao exterior. Na

moeda única isto não é possível. Portanto, se nós queremos ser mais competitivos, temos, verdadeiramente, de melhorar essa competitividade através de melhorias efetivas. E, a melhoria da produtividade traduz-se em melhoria de rendimentos. Ao passo que a desvalorização da moeda empobrece, baixa o valor real dos rendimentos, a competitividade aumenta. Nesse sentido eu acho que a nossa adesão à moeda única foi uma transformação fundamental para que o país possa ter um novo caminho, um caminho mais, eu diria, enriquecedor para todos. Porém, a minha percepção é que não tirámos ainda pleno partido disso. Mas é neste enquadramento que o país tem de aumentar a sua produtividade e por essa via melhorar as condições de vida dos portugueses.

No que respeita à dívida pública, sem dúvida, a adesão à UEM permitiu melhor gestão da dívida pública e um financiamento a custo claramente mais baixo. Acho que há maior eficiência na gestão da dívida pública, não só com o enquadramento institucional e interno, mas também com a existência de um mercado alargado, um mercado externo, fundamentalmente em condições mais vantajosas para o país. Exceto, obviamente, os períodos de crise e dificuldade como aquele que vivemos em 2011.

Daniel Veiga: Pergunto-lhe também, disse que era a última, mas agora aproveito para questionar sobre a evolução, especialmente, após a saída do resgate, da evolução da dívida pública. Verificamos que ela se manteve relativamente elevada, mas verifica-se que tem vindo a diminuir. Qual a sua opinião sobre esta trajetória?

Prof. Dr. Teixeira dos Santos: Eu acho que há duas coisas que, na sequência do resgate, são duas transformações importantes que ocorreram na nossa economia. E por isso é que eu disse há pouco, ainda bem que pedimos o auxílio, e que tem a ver com a situação e a dinâmica da dívida pública, que temos vindo a assistir, em particular, mais recente e outra com a nossa posição líquida de investimento externo.

Em primeiro lugar, sensivelmente desde 2012-13, com exceção do período da pandemia, Portugal alcançou uma situação de equilíbrio externo. Eu não me recordo, nos últimos duzentos anos, em que Portugal tenha tido equilíbrio externo por um período tão longo, com exceção de dois anos durante a Segunda Guerra Mundial, por causa do volfrâmio e a guerra que não facilitava as importações. Mas, tantos anos seguidos, tendo já retomado após a pandemia esse equilíbrio externo, com a dívida externa líquida a

reduzir-se e com o reforço da nossa posição de investimento líquido externo, é algo de muito importante para a nossa economia. E, faz com que mercados externos olhem para nós de outra maneira, o que faz com que a perceção de risco se tenha alterado. Isto facilita o financiamento do Estado e outras entidades, como as empresas e os bancos.

A segunda, é a própria dívida pública. Tomaram-se medidas no âmbito do programa de resgate que permitiram definir um enquadramento orçamental com maior rigor, que fez com que, salvo erro, a partir de 2017-18, o peso da dívida começasse a descer, tendo subido na pandemia, mas recuperámos rapidamente ao ponto que já no ano passado se encontrava abaixo dos 100% [do PIB]. Este é um dos elementos virtuosos. E mais, nós tivemos uma dinâmica orçamental a ponto de resistir a uma orientação política que no meu entender não foi inteiramente correta, de reposição de rendimentos, de desfazer medidas que foram tomadas durante o período de resgate, apesar de tudo, esta política *anti-troika*, de querer desfazer aquilo que foi feito, apesar de tudo, foi capaz de resistir a estes ventos mais desfavoráveis que se fizeram sentir no final da década passada.

Daniel Veiga: Permita-me complementar dizendo que acredito que após o resgate houve entre os dois partidos do “*arco de governação*” um consenso sobre a trajetória da dívida, porque hoje vemos quer o Partido Socialista, quer o Partido Social Democrata, ambos defendem as contas públicas consolidadas. Essa também foi uma outra reforma estrutural?

Prof. Dr. Teixeira dos Santos: De facto, há aí um “*centrão político*” claramente definido, que tem consciência, acho que em particular o PSD e o PS, têm consciência de que a questão das “*contas certas*” é algo vital para robustez da nossa economia e a solidez do nosso sistema financeiro, sem dúvida. E essa foi uma aprendizagem que foi dolorosa. Mas foi uma aprendizagem que valeu a pena e espero que isso fique, de facto, bem enraizado na matriz política destes dois partidos, que são fundamentais, no meu entender, para o nosso regime democrático.

Prof. Ricardo Cabral: O governador do BdP, Mário Centeno, falou do aumento rápido da despesa pública e gostaria de saber as suas perspectivas para o futuro, para a dinâmica da dívida pública e para a sua gestão? Ou seja, neste momento o quadro é

francamente melhor do que se pensaria alguma vez pelo que a dívida pública atingir os 60% do PIB parecem estar ao alcance.

Prof. Dr. Teixeira dos Santos: Sim, eu acho que estamos numa rota certa para a redução do peso da dívida na nossa economia. Acho que esta questão do aumento da despesa, o alerta do Mário Centeno, acho que é um alerta importante. Mas, quer dizer, a teoria e a prática dizem-nos que quando estamos perante governos de coligação é sempre mais difícil o controlo orçamental porque há vários grupos de interesse da sociedade a satisfazer. E, isso traduz-se sempre em pressão sobre a despesa pública. Em particular nas condições políticas deste governo, esta necessidade faz sentido, quer dizer, não é só a obrigação porque está no Governo, é a necessidade que o próprio Governo tem de ter apoios parlamentares no seio da oposição, para fazer passar o Orçamento do Estado na Assembleia da República, por exemplo. Isto obriga-o a ter de fazer concessões. Apesar de tudo, podendo reconhecer, que podemos assistir na melhor das hipóteses a um progresso menos significativo na redução da dívida por causa desta conjuntura, não acredito que esse processo de redução da dívida pública vá ser interrompido. Também me parece que o novo enquadramento europeu que dá prioridade ao controlo da taxa de crescimento da despesa pública acautelar esse risco.

9. Entrevista ao Professor Doutor João Leão

Entrevista (adaptada) ao Prof. Doutor João Leão realizada via plataforma Zoom pelas 13 horas no dia 15 de outubro de 2024 com a presença do Prof. Ricardo Cabral, editada pelo autor para melhor compreensão e enfoque no tema em investigação.

Daniel Veiga: Vou começar com a primeira pergunta sobre a monetização da dívida. Quando olhamos para o decreto-lei que deu origem aos Bilhetes do Tesouro, no mesmo consta no seu preâmbulo o seguinte: “Os défices orçamentais devem ser financiados cada vez mais. Preços formados de mercado e com menor recurso à criação de moeda primária, de modo a diminuir por esta via a pressão inflacionista na economia e permitir o afastamento da gestão da dívida pública e do controlo monetário”. Portanto, a questão é se diante deste cenário, podemos afirmar que o financiamento através do mercado era um requisito imprescindível para a adesão de Portugal, à então Comunidade Económica Europeia?

Prof. Doutor João Leão: Esses processos e debates precedem o meu tempo político em algumas décadas. Mas, o que me parece, é que para um Estado moderno não faz sentido existir financiamento monetário como algo recorrente no financiamento da dívida pública, embora haja momentos em que isso possa ser necessário. No entanto, o recurso constante ao financiamento monetário resultaria em taxas de inflação bastante elevadas. No limite levaria a situações de hiperinflação e são aqueles Estados que depois têm já grande dificuldade em cobrar receita eficazmente. Aqui, não me refiro ao quantitative easing, mas sim financiamento monetário como fonte de receitas do Estado. Dito isto, não diria que tenha sido um requisito, mas faria parte da evolução natural na União Europeia. Depois, no Tratado de Maastricht com a criação da moeda única, torna-se ainda mais rigorosa a questão de ter a inflação reduzida. E, por isso, [o uso] do financiamento monetário é mais reduzido e até mesmo insignificante.

Contudo, mesmo nos Estados que não estão na Zona Euro, como a Dinamarca, a Suécia e outros países da Europa de Leste, o financiamento monetário não é relevante. Claro que, quando olhamos para a Zona Euro a inflação tende a ser mais baixa, próxima dos 2% e, na fase de adesão à UEM, o cumprimento dos critérios do Tratado de Maastricht obrigou-nos a reduzir as taxas de inflação e de juro.

Daniel Veiga: Precisamente, ao longo da década de 90, no período da fase de adesão à União Económica e Monetária, para além do fim do financiamento monetário, que outras medidas destacaria?

Prof. Doutor João Leão: Depois de entrarmos na CEE e da assinatura do Tratado de Maastricht, começa a presidir a gestão macroeconómica de desinflação da economia portuguesa. Isto é, reduzir a inflação para aproximá-la da inflação média dos outros países e aderir ao euro. Portugal estava numa fase em que, apesar de tudo, entre o período de 1985 até 2000, houve crescimento económico. No início dos anos 90, a preocupação foi desinflacionar a economia, tendo sido usados mecanismos cambiais e de juros, para conseguir garantir que cumpriríamos os critérios do Tratado quer ao nível da dívida pública quer das taxas de inflação e de juro.

Existem aqui questões sempre importantes neste processo de adesão à CEE, e o impacto do mercado único na economia portuguesa e a estabilidade que trouxe no boom económico vividos nesses quinze anos. Portugal estava a procurar recuperar o seu atraso a nível de desenvolvimento económico face aos países europeus. É, no fundo, o que os países da Europa de Leste fizeram mais tarde. Esse período contrasta com o período que veio a seguir, de grande estagnação. E, desde 2015, temos estado a recuperar dessa estagnação económica.

Mas, ainda nos anos 90, a partir do momento em que fica perceptível que Portugal vai entrar na moeda única, as taxas de câmbio começam a ficar mais estáveis e consequentemente as taxas de juro também. Com efeito, na segunda metade da década de 90, começa a sentir-se os benefícios da redução das taxas de juro. Portugal, por um lado, antes de aderir à CEE, era um país com uma taxa de juro natural mais elevada do que os países do centro da Europa, porque era um país com uma população muito jovem, com falta de infraestruturas e elevado potencial de investimento. Por outro lado, existia maior incerteza macroeconómica. Ora, estes dois fatores perderam relevância, pois passámos a ter menor incerteza a partir da adesão ao euro. No euro, as taxas de juro têm de ser relativamente próximas e, por conseguinte, as taxas de juro domésticas tiveram de baixar. Isso gerou uma forte redução da taxa de juro em termos nominais e reais. E, teve consequências na forma de gerirmos a nossa dívida porque é diferente gerir a dívida num contexto de taxas de juro elevadas e de taxas de juro mais baixas. Em termos de

investimento público e privado, tivemos nessa década os níveis de investimento mais elevados de toda a Europa. Éramos um país jovem com muitas necessidades de infraestruturas, que beneficiou de repente de taxas juro baixas. Muitos portugueses aproveitaram a queda das taxas de juro para, por exemplo, começar a comprar a primeira casa, pois o setor da habitação era forte, ao contrário de agora que ainda está a recuperar da última década. Todas as periferias de Lisboa foram construídas nesta altura.

Daniel Veiga: Estas duas questões iniciais são as que fazemos a todos os entrevistados para as entrevistas terem perguntas comuns, mas vou passar para um assunto em que se sente mais à vontade que se prende com o período em que foi Secretário de Estado do Orçamento entre 2015 e 2020. E, entre 2020-22 Ministro do Estado e das Finanças, num período onde a política orçamental promoveu a consolidação orçamental, atingindo-se em 2019, o primeiro superavit em democracia. A questão que lhe coloco é, quão importante considera que foi a estratégia da política orçamental para a dinâmica da dívida pública?

Prof. Doutor João Leão: Antes de 2015, vínhamos de um período profundo de austeridade, com uma economia muito abaixo do pleno emprego, o desemprego muito elevado, com o risco de perder muita população para a emigração. O país tinha uma grande falta de confiança e uma grande sensação de incerteza. Portanto, vivíamos na incerteza de não sabermos o que iria acontecer nos próximos meses, se um grande corte nos nossos rendimentos, se um grande aumento de impostos. Por isso, a grande prioridade a partir de 2015-16 foi gerar estabilidade, ou seja, não fazer mais nenhum corte nos rendimentos das pessoas, não aumentar impostos, não criar fatores de incerteza e recuperar os rendimentos das famílias, mas com conta, peso e medida. Portugal ainda estava muito no holofote dos mercados em 2015. Havia, ainda, a necessidade de reduzir a incerteza, pois estávamos sob o procedimento por défices excessivos da União Europeia. Os spreads da dívida pública eram bastante elevados. E Portugal ainda estava numa situação de uma certa fragilidade do ponto de vista financeiro, sujeito à expectativa dos mercados, apesar do papel estabilizador do então Presidente do BCE, Mario Draghi. Assim, as prioridades foram focar na estabilidade, recuperar a confiança e os rendimentos, mas assegurando simultaneamente a consolidação orçamental.

Todavia, a consolidação orçamental não foi baseada em cortes, mas sim na ideia de que a recuperação da confiança e a estabilidade iria ajudar muito a recuperar a economia e o emprego o que conduziria a um crescimento das receitas do estado o que conjuntamente com o crescimento moderado da despesa que ajudariam a reduzir o défice orçamental. Por outras palavras, nós não cortámos a despesa no sentido de reduzir a despesa em termos nominais. A despesa foi crescendo, mas de forma moderada, permitindo que o potencial crescimento das receitas, que era muito grande para uma economia que vinha de uma grande depressão, gerasse a consolidação orçamental.

Isto tudo ajudou-nos a beneficiar do efeito da redução taxas de juro que ocorreu entre 2015-18. Em 2015-16, as nossas taxas estavam cerca de 2 p.p. acima da Itália e da Espanha, e cerca de 3 p.p. acima da França. Portanto, bastante altas. Mas, nós conseguimos beneficiar do efeito Draghi, quando demonstrámos que o nosso défice se reduziu para 2% do PIB e aí os mercados passaram a acreditar que a nossa política orçamental e a nossa estratégia de finanças públicas era credível. E Portugal depois beneficiou de uma redução brutal dos spreads.

Prof. Doutor Ricardo Cabral: Considera que este processo de consolidação orçamental do Governo foi fundamental para assegurar essa dinâmica de redução da taxa de juro da dívida pública?

Prof. Doutor João Leão: Houve fatores externos muito importantes como a política do BCE, mas, numa fase inicial, para capitalizarmos o melhor possível foi crucial a confiança que se conseguiu quando começou a haver resultados do ponto de vista financeiro e orçamental. A política orçamental foi importante numa estratégia que permitisse a recuperação da economia, mas simultaneamente a redução dos saldos primários e o controlo da despesa, que permitiu a descida das taxas de juro. Claro que houve outros fatores que explicam esta redução, contudo se formos olhar para 2016-17 há uma redução brutal dos juros e dos spreads, porque conseguimos mostrar, que saindo do procedimento por défices excessivos, continuámos a reduzir o défice para valores abaixo dos 2% do PIB.

Prof. Doutor Ricardo Cabral: Interpretando as suas palavras, o que está a dizer é que a confiança e medidas positivas da política orçamental contribuíram para aumentar a taxa de crescimento. Por outro lado, o controlo da despesa permitiu melhorar o saldo

primário. E, essa política orçamental que foi dando resultados, permitiu que os mercados acreditassem reduzindo a taxa de juro. Portanto, as três variáveis para a dinâmica pública foram assim suportadas pelo processo orçamental, correto?

Prof. Doutor João Leão: Sim, é isso.

Prof. Doutor Ricardo Cabral: Permita-me fazer uma outra pergunta relacionada com a questão da proibição de financiamento monetário que sabíamos que existia quando aderimos à área do euro. Como é que interpreta a perda de uma ferramenta que poderia, ocasionalmente, auxiliar a estratégia de gestão da dívida pública? Ou seja, acha que houve muitos custos para a economia portuguesa de ter essa proibição de financiamento monetário ou, pelo contrário, houve benefícios?

Prof. Doutor João Leão: É uma questão um pouco difícil de responder. Olhando para países como a Dinamarca e a Suécia, por exemplo, não estou a dizer que Portugal conseguisse fazer o que eles fizeram, mas estes dois países conseguem ter uma estratégia que mantém a política monetária, mas mantêm muita credibilidade. Quando olhamos para os países da Europa de Leste, como a Roménia, a Polónia e a Hungria, vemos que eles têm, normalmente, taxas de inflação mais elevadas, taxas de juro muito altas e há mais instabilidade. Por oposição, os dois Estados nórdicos, conseguem ter autonomia, mas mantêm a inflação baixa e até conseguem taxas de juro mais baixas que a Zona Euro. Eles conseguem ter a tal flexibilidade sem prejudicar a sua credibilidade na condução macroeconómica. No caso português não sabemos bem. Nós temos posições mais credíveis do que os países de Leste, mas também não estamos ao nível daqueles países mais avançados da Europa. Assim, a Zona Euro ajuda a dar-nos alguma credibilidade. Países do Norte da Europa, não precisavam tanto disso. Por enquanto, a ausência de flexibilidade foi especialmente negativa para nós no período em que tivemos o choque brutal no comércio. Ou seja, Portugal teve um período de quinze anos muito negros da economia portuguesa, entre 2000-15 em que, praticamente, não cresce.

Agora, não. Mas nesse período, Portugal e talvez a Itália, e em menor grau, a Espanha e Grécia, foram os países que sofreram um choque brutal. Portugal era, talvez, o país da UE, em 2000, que estava mais especializado naquilo em que a União não era competitiva. Isto é, estávamos especializados naquelas indústrias como o têxtil, o vestuário, o calçado e outras que estão baseadas em mão de obra barata, porque éramos o país de mão de obra

barata na União Europeia. E, a UE não tem vantagens competitivas nas indústrias de mão de obra barata, onde Portugal estava especializado. Quando ocorre a forte abertura ao comércio mundial, a partir de 2000, por um lado à Europa de Leste, por outro lado, à China e ainda, com o fim do Acordo Multifibras, há uma abertura muito grande da Europa para o resto do mundo e nesta abertura, podendo-se admitir com base nas teorias do comércio que há um ganho global para a Europa, houve, contudo,] perda para aquelas indústrias em que a Europa era pouco competitiva. O comércio é esmo isso, crescermos onde somos bons e eliminarmos no que não somos tão bons. Mas, Portugal estava a especializar-se naquilo em que a Europa era má. Por isso, houve um período em que sofremos com esta transição.

Também é verdade que vínhamos de um período de grande exuberância do final dos anos 90, em que a procura interna cresceu tanto que depois chegou a um período em que teve de estagnar e parar no início do século. Isso gerou depois, do ponto de vista macroeconómico, uma pressão económica.

Nessa altura, a ausência de política monetária cambial autónoma, atrasou muito este processo de recuperação da economia. Seria sempre um processo difícil. Mas, poderia ter sido mais rápido se não estivéssemos na moeda única. Não teria sido aquela estagnação lenta durante anos, certamente, seria mais duro, mas mais curta. Claro está que é preciso perceber que Portugal, ao nível do financiamento já o realizava no contexto do euro. Já tínhamos muito endividamento para com o resto da União Europeia, o que tornava um pouco difícil este ajustamento que descrevi. Depende como é que essa dívida era considerada, se em moeda estrangeira ou moeda nacional. Se a dívida fosse considerada em moeda nacional, então até facilitava este ajustamento que eu estou a descrever, se fosse em moeda estrangeira, tornava o ajustamento muito difícil.

Daniel Veiga: No período da troika, considera que, por exemplo, se a alteração da política monetária tivesse ocorrido mais cedo, poderia não ter levado a uma espiral recessiva?

Prof. Doutor João Leão: Acompanhei muito o processo enquanto diretor na área de economia, no Ministério da Economia. Uma das principais coisas que pensava era que na altura infelizmente, a troika, e penso o próprio Governo, não estavam suficientemente sensibilizados para as condições de financiamento da economia portuguesa. Ou seja,

havia aquela imagem de que Portugal estava excessivamente endividado, temos de reduzir rapidamente também a dívida privada para além da pública. O Governo português, o próprio regulador, o Banco de Portugal, tinha uma visão muito negativa sobre a dívida privada e que era preciso cortar a dívida a todo o custo. O problema é que quando o Estado está a tentar fazer consolidação orçamental e os privados estão a fazer o mesmo é uma receita para o desastre. Na altura, batia-me para que no contexto das imposições da troika, pelo menos se tentasse melhorar as condições de financiamento da economia, nomeadamente ao nível do setor bancário. E, havia até relatórios do Banco Central Europeu que mostravam a fragmentação financeira enorme que havia na zona euro e que as empresas e as famílias portuguesas estavam a ter dificuldades em aceder ao crédito. Se tal tivesse acontecido, teria sido muito mais fácil, todo o processo.

Daniel Veiga: Depois das alterações da política monetária, que como referiu levou à redução da taxa de juro, quais foram as outras alterações? Ou seja, se houve por parte do Ministério das Finanças novas recomendações ao IGCP para alterar a forma de financiamento, para aproveitar a nova conjuntura?

Prof. Doutor João Leão: Até 2020, era Secretário de Estado do Orçamento pelo que não tinha essa pasta que competia ao secretário de Estado do Tesouro. Lembro-me que depois, antes da pandemia, as novas taxas de juro atingiram valores negativos. Aí houve a preocupação de substituir instrumentos de financiamento que tínhamos com taxas altas, em particular, o empréstimo do FMI, mas também o financiamento de algumas empresas públicas junto da banca com taxas mais altas, pelo que se amortizou isso tudo para substituir por nova dívida, com uma taxa muito mais baixa. Na altura da pandemia, aproveitámos para fazer algumas emissões de muito longo prazo que já não eram feitas há alguns anos. Tivemos uma emissão a 30 anos, praticamente a 1% ao ano. Lembro-me que houve uma emissão a 30 anos, feita entre 2014-15, ainda pelo anterior governo, a cerca de 4% ao ano. Fizemos também empréstimos com outras maturidades para beneficiar das taxas de juro baixas e mesmo negativas.

Aliás, se soubéssemos que vinha depois inflação deveríamos ter feito mais. Mas nem os mercados antecipavam a inflação. Por isso se conseguiu taxas de juro a 30 anos tão baixas. Nós conseguimos emitir e fazer a emissão de dívida de 10 anos, em 2021, a 0%.

Portanto, o mercado estava mesmo convencido que não vinha a inflação [num futuro próximo].

Daniel Veiga: Em bom rigor as duas primeiras décadas da zona euro foram caracterizadas por inflação baixa. Portanto, também era difícil prever que vinha a inflação logo a seguir à pandemia.

Prof. Doutor João Leão: Exatamente. Pensar a posteriori é fácil. Mas se fossemos investidores com capacidade de contrariar o mercado, perceberíamos que a pandemia tinha uns efeitos que gerariam a inflação. Em primeiro lugar, houve uma queda brutal dos preços em energia e das matérias-primas e essa queda já por si geraria uma inflação com a retoma dos preços. Depois, devia prever-se que a recuperação era problemática em termos das cadeias do abastecimento da economia a nível mundial. Não só das cadeias de comércio, mas o próprio ajustamento da economia interna dos países, porque os países contraíram na área dos serviços para aumentar a parte dos não serviços. E, foi preciso, passado um ano, recuperar rapidamente o setor dos serviços e do turismo, quando acabou a pandemia.

Daniel Veiga: Precisamente sobre a pandemia, pergunto-lhe quais foram as implicações que o Covid-19 teve nos primeiros momentos, principalmente no mercado de dívida, e como é que reagiram nesse momento?

Prof. Doutor João Leão: Numa fase inicial teve um impacto forte e negativo. Aliás, um dos motivos da criação do mecanismo de recuperação e resiliência foi precisamente o efeito que a pandemia teve nos mercados, ou seja, na pandemia, nos primeiros meses, penso que até julho de 2020, os spreads aumentaram muito e os países com dívidas muito altas, como os do sul da Europa, eram os que mais estavam a ser afetados pela pandemia e as suas economias sofreram um grande impacto, porque tiveram de se endividar, logo a sua dívida iria aumentar. Isto criou muitas dúvidas no mercado e deu a perceção junto dos responsáveis europeus que podia estar aqui em causa o próprio projeto europeu. Não era viável voltar aos programas de austeridade, que foram muito difíceis e negativos para o crescimento da Europa. Com todo este processo, se não houvesse uma forma de ajudar os países mais frágeis, os mercados não iriam acreditar na capacidade de cumprimento com as dívidas a aumentar àquele ritmo. Seria tudo insustentável. Depois houve uma frase da Presidente do BCE neste contexto, que inicialmente também não ajudou, ao dizer que o

BCE não estava para ajudar no financiamento da dívida. Mas tentou corrigir o erro e lançou um programa para ajudar a conter esse efeito designado PEPP. Havia a sensação de que se não se fizesse algo que mostrasse o compromisso de todos os países da Europa em estabilizar o financiamento da dívida dos países do Sul, o projeto europeu estaria em causa.

Ainda me recordo, nos primeiros meses existir algum stress do ponto de vista da gestão da tesouraria do Estado, porque tínhamos planos para um contexto diferente. Tivemos de reduzir um pouco a maturidade das novas emissões que fizemos, pois não podíamos fazer emissões muito longas, com taxas de juro tão elevadas visto que estas podiam ser temporárias. Essa menor emissão de dívida levou a um certo aperto de tesouraria na fase inicial até os mercados estabilizarem. Mas, depois do verão já tinha estabilizado.

Daniel Veiga: Como avalia a trajetória de recuperação seguida no pós-pandemia. E ainda quais foram as principais medidas tomadas para continuar essa trajetória?

Prof. Doutor João Leão: É importante perceber que antes da pandemia tínhamos chegado ao excedente orçamental, em 2019, de 0,1% do PIB. Durante a pandemia, houve uma suspensão das regras orçamentais, mas Portugal focou-se muito na ideia de apoiar a economia de forma dirigida. Ou seja, não fizemos programas indiscriminados que apoiavam mesmo quem não era afetado. Por exemplo, no lay-off tínhamos apoios com sistemas modificados de verificação e com isso gastamos muito menos, mas de forma eficaz. Apoiámos as empresas sempre com base em indicadores que eram verificados pela Autoridade Tributária e pela Segurança Social. Muitos países, não tiveram esta capacidade de usar estes sistemas e que gastaram no regime de lay-off muito mais do que Portugal. E, tivemos algum cuidado em fazer uma gestão do modo como apoiávamos nas diferentes áreas as empresas: cheguei mesmo a dizer à época, que tão importante como o apoio que estávamos a dar, era a garantia que no futuro enquanto durasse a pandemia não iríamos cortar os apoios. Porque, as empresas estavam a fazer um esforço para manter os trabalhadores [visto que] suportavam uma parte dos custos. Se nós não déssemos esta garantia, que estaríamos sempre lá até ao fim da pandemia, as empresas teriam desistido e começado a despedir trabalhadores. Isso não aconteceu em Portugal. O emprego resistiu muito bem, apesar da queda de 8% do PIB, o emprego praticamente não caiu.

Portanto, o nosso apoio de lay-off só foi indiscriminado nos primeiros 3 meses, entre março e junho, porque não tínhamos forma de verificar em tempo útil como é que estavam a afetar a atividade das empresas. Mas a partir de julho começámos a dar apoio de forma dirigida e não tomámos medidas com impacto permanente, ao contrário de outros países, sobretudo a França. A recuperação foi mais forte do que esperávamos. Portugal tomou poucas ou quase nenhuma medidas para fazer face à pandemia com impacto permanente, só medidas pensadas com impacto temporário para ajudar na pandemia dirigidas para a área da saúde, da segurança social e do emprego. De tal forma que quando a economia pós-pandemia recuperou, em 2021, o défice orçamental já estava abaixo dos 3% do PIB. E, essa recuperação da economia continuou e foi mais forte em 2022 e 2023 o que fez com que houvesse excedente orçamental de 1% nesse ano. Depois, houve uma preocupação de garantir que se chegava logo a uma dívida abaixo dos 100% do PIB em 2023 e conseguiu-se fazer uma gestão de alguns instrumentos para garantir que a dívida baixava para esse valor.

Daniel Veiga: Pode-nos detalhar um pouco mais sobre quais foram essas medidas que permitiram baixar, rapidamente, o rácio da dívida para valores abaixo dos 100%?

Prof. Doutor João Leão: Eu em 2023 já não era ministro, mas admito que uma parte se deveu à gestão da chamada almofada financeira. E, de alguma gestão que possa ter existido na Segurança Social, nomeadamente com o fundo de equilíbrio financeiro da Segurança social. Um grande fundo com cerca de 40 mil milhões de euros, estando, sensivelmente, metade disto aplicado em dívida pública. Portanto, há aqui uma margem de redução de dívida pública que nem sempre é explorada. Pode ter existido uma gestão da tesouraria das empresas públicas que estejam fora do perímetro de trazer dinheiro para dentro do Estado. Pode ajudar. Isto são questões técnicas orçamentárias. Mas, isto tudo é impressão minha, não sei ao certo se foi efetivamente isso que ocorreu.

Prof. Doutor Ricardo Cabral: O que faz sentido fazer no futuro do ponto de vista financeiro e orçamental?

Prof. Doutor João Leão: Há aqui uma questão que o país não coloca muitas vezes, de forma enquadrada. Nós olhamos muito para o fundo de equilíbrio financeiro Segurança Social. Este fundo, é em parte alimentado de forma artificial por a CGA [Caixa Geral de Aposentações] é um sistema fechado. Se não o fosse, o fundo de cerca de 40 mil

milhões de euros seria muito mais reduzido. A Segurança Social beneficia do facto da CGA ser um sistema fechado, o que significa que desde há vinte anos em que todos os novos trabalhadores da função pública contribuem para a Segurança Social, mas esta última não tem despesa com as pensões dos funcionários públicos, porque isso ainda é pago pela CGA. Isto cria défices enormes na Caixa Geral de Aposentações, que o Estado tem de financiar, mas quem beneficia é a Segurança Social. Isto não é discutido quando se analisa o fundo e se fazem as projeções para o futuro.

Agora, um aspeto importante em Portugal é a questão demográfica. Ou seja, Portugal tem agora um excedente orçamental e a economia tem registado bom nível de crescimento económico. Aliás, esta situação do ponto de vista económico é um bom momento para governar, porque os salários reais estão a crescer por causa do efeito pós-inflação, a economia está a recuperar também internamente com a dinâmica do consumo. Para além deste efeito que aqui referi, temos agora milhares de milhões de euros para executar do PRR, que do ponto de vista orçamental é neutro, e temos economia com níveis de emprego nos máximos. Portanto, neste cenário, não faz muito sentido do ponto de vista macroeconómico destruir o que foi feito do ponto de vista orçamental. Os países sofrem tanto em momentos difíceis para tentar melhorar as contas públicas, num contexto deste é quase estar a perder, sem grande ganho para a economia, um excedente das contas públicas. Podíamos argumentar que o investimento está baixo, mas a nossa dificuldade vai ser conseguir gastar o dinheiro que temos para investir [nos próximos dois anos]. Temos verbas massivas para investir do PRR e outros fundos europeus. O crítico não é a falta de financiamento é antes a nossa capacidade de executar os projetos de investimento. Isso decorre em parte das dificuldades de contratação pública. Agora, neste contexto, considero que é um desperdício estarmos a adotar uma política orçamental que se traduz numa diminuição do excedente orçamental sem uma necessidade óbvia de o reduzir. Entendo que neste contexto podemos aproveitar para reduzir a dívida pública e preparamo-nos para situações futuras de crise económica e para o enorme impacto desafio demográfico vai ter na economia e finanças públicas.

Tudo isto para dizer que temos um dos piores problemas demográficos do mundo, Portugal, Itália e o Japão, que já está a tê-los. Sobretudo vai acontecer nos próximos dez a quinze anos, porque vai aumentar imenso o número de pensionistas, ao mesmo tempo não é óbvio que vamos conseguir manter a força de trabalho, o que exigira aumentar

muito o número de imigrantes. A dívida deve ser pensada a longo prazo, no quadro interjuncional. Porque, o que assegura a sustentabilidade do sistema de pensões não é fundo da segurança social que é em parte alimentado artificialmente pelo Tesouro português, mas é a gestão inteligente das finanças públicas, aproveitando o momento muito bom da economia portuguesa.

A geração que hoje tem perto de 50 anos é a maior geração de sempre em Portugal, cerca de 160 mil pessoas por ano nasceram nessa altura, e vão estar a ser substituídos pela geração mais curta, que tem quase metade de pessoas nascidas por ano. Ou seja, não só vamos ter muito mais pensionistas nos próximos dez a quinze anos, como não é óbvio que vamos conseguir ter a força de trabalho, o que pressuponha a continuação de um forte aumento do número de imigrantes. Pressuponha que todos os anos conseguimos manter ritmos de imigração, não tanto ao nível dos últimos anos que foram excecionais, mas ainda assim níveis muito elevados de imigração. Não é óbvio que consigamos atrair esses imigrantes e também não é óbvio que a população portuguesa não venha a impor mais restrições à imigração. Já vimos que houve uma alteração recente na lei de imigração, não sabemos que impacto é que vai ter depois no terreno. Mas, Portugal precisa de todos os anos ter um saldo migratório bastante positivo, pelo menos 40 ou 50 mil pessoas por ano de saldo migratório para compensar esta evolução demográfica. E, para ter um saldo desta magnitude, como há cerca de 30 mil emigrantes por ano, precisamos de todos os anos atrair cerca de 80 mil imigrantes. Isto não é claro que se consiga fazer.

Vamos ter um número de reformados enorme, depois estabilizará, mas até lá haverá uma pressão enorme no fundo de pensões, sobre as principais despesas do Estado, que são a Segurança Social e saúde. Ao mesmo tempo, a base contributiva e de receitas não é clara que se mantenha em níveis elevados. Se nos próximos cinco a dez anos estivermos com uma dívida muito mais baixa, a rondar os 60% a 70% do PIB, enfrentaremos em muito melhores condições esse período, porque vai ser difícil nessa altura ter défices baixos ou vamos ter tantas despesas de segurança social e na saúde, que será difícil reduzir a dívida. Até é mesmo possível que deixemos de conseguir reduzir a dívida e ela comece a aumentar nessa fase.

Daniel Veiga: Portanto, aquilo que posso depreender das suas palavras é de que não concorda com algumas das medidas que estão a ser atualmente tomadas? Isto é, era

preferível manter o esforço, manter excedentes orçamentais superiores àqueles que estão projetados para criar essa almofada para o futuro?

Prof. Doutor João Leão: Eu acho que o que está projetado, parece-me bem em termos de equilíbrio orçamental. Tenho dúvidas, se num contexto de um governo minoritário, sem qualquer apoio parlamentar, se é possível manter esta dinâmica. Ou seja, se não haverá pressão para aumentar a despesa, algo que já está presente em 2024. Por exemplo, apesar das despesas com pessoal aumentaram 8%. Porque há todo um conjunto de pressões que é difícil de gerir, como as prestações sociais a aumentarem mais de 10%. Uma parte era importante e é inevitável fazer, mas a este ritmo é acelerado demais. Se ficar por aqui não havia grandes problemas, mas se o ritmo de crescimento da despesa se mantiver rapidamente caminhamos para os défices. Quer dizer, rapidamente, digo dentro de alguns anos.

Se pelo contrário se se conseguir manter aquilo que está projetado nos planos, pode perfeitamente manter a trajetória.

Eu não tenho nenhuma visão de que se tem de ter sempre equilíbrio orçamental. Não sou dogmático, pelo contrário, posso perfeitamente ter de viver com défices médios de 1% ou 2% do PIB, dependendo dos contextos.

Agora, temos grandes desafios nomeadamente o demográfico. Quando esta geração que tem cerca de 50 anos se reformar, vai ser inevitável termos défices muito próximos de 2 ou 3% do PIB, porque é difícil suportar tudo. Sendo muito realista, vamos estar daqui a dez ou quinze anos na situação que a Espanha e a Itália estão agora, com sucessivos défices elevados. Claro que é muito difícil fazer previsões de longo prazo, mas o efeito da demografia é muito forte e é difícil evitá-la, resta saber qual o papel da imigração. E, nessa altura será exigente tentar cumprir com valores próximos dos 3% do PIB as regras do Tratado de Maastricht. Portanto, se nessa altura estivermos com uma dívida mais baixa e com todas essas pressões faz todo o sentido termos défices maiores e não há nenhuma razão para termos equilíbrio orçamental e até faz sentido endividarmo-nos para suportar estes custos tão elevados.

Prof. Doutor Ricardo Cabral: Considera, por isso, prudente manter excedentes orçamentais pelos próximos anos para acomodar essa situação?

Prof. Doutor João Leão: Estamos próximo do equilíbrio orçamental, mas há aqui um efeito importante de recuperação de rendimentos que é de difícil gestão e que me parece um pouco desigual entre as diferentes carreiras da Administração Pública.

Importa, ainda, explicar o excedente orçamental de 1,2% do PIB em 2023. Relativamente, a medidas one-off antes havia o Novo Banco que pesou bastante em 2019. Mas relativo à diferença entre 2019 e 2023 existem duas. Em primeiro lugar, a continuação do crescimento da dinâmica do emprego através da imigração. O emprego atingiu máximos. A segunda dimensão que ajudou a esse excedente foi o efeito diferido da inflação na receita e na despesa. A inflação afeta logo a receita no próprio ano, enquanto a despesa tem um efeito diferido porque os nossos mecanismos de atualização de rendimentos são com base na inflação do ano anterior.

Daniel Veiga: Acredita que deveria existir alguma resposta europeia ao problema demográfico visto que afeta todos os Estados-membros [EM] da União?

Tendo em consideração as preceptivas daqui a dez e quinze anos, acho que para ajudar os países como Espanha, França e Itália, devem existir novos mecanismos dentro das novas prioridades europeias para financiamento a nível europeu. Ou seja, enquanto ajudavam estes países a cumprir as regras, mantínhamos a sua capacidade de investimento. Conforme, demonstrou agora Mario Draghi, sobretudo investimentos na área da defesa, das alterações climáticas e proteção das indústrias em que a Europa sempre foi competitiva, mas que estão atualmente ameaçadas.

Daniel Veiga: Mas uma situação de financiamento a nível europeu não pode levar a situações de risco moral? E, hipoteticamente, obrigar o BCE a recorrer mais ao financiamento monetário?

Relativamente ao quantitative easing, o Banco Central Europeu, até por uma razão que envolve o seu mandato coloca muita ênfase na questão da transmissão da política monetária. Mas, nós sabemos, desde Draghi, que é muito mais do que um mero instrumento de transmissão da política monetária. É um instrumento fundamental de estabilização das dívidas públicas. Nós temos uma situação única na União Económica e Monetária, porque a política monetária é feita ao nível europeu, enquanto os EM realizam a política orçamental. Sem bancos centrais próprios, os EM sujeitam-se à incerteza sobre o financiamento da dívida pública sem ter aqui um prestamista da última instância. Assim,

o BCE veio fazer aqui uma função também prestamista de última instância. Embora, os países do Norte da Europa argumentam com o risco moral nos países mais endividados, porque sabem que têm esta proteção do BCE. Eu tenho uma visão diferente porque entendo que nesta situação única que temos sem banco central nacional, qualquer país com altos níveis de dívida e défices, estaria sujeito a muita instabilidade e ao risco de dívidas que se autoalimentam. A frase do Draghi foi uma frase que combateu o segundo tipo de risco e a especulação financeira contra as dívidas públicas dos EM - o risco das dívidas que se autoalimenta. E, é isso em última análise, a razão de ser do FMI, que existe também para socorrer um país quando há uma crise de financiamento.

Por isso, tal como nós não entregamos os bancos à sua gestão e aos mercados, pois há um Banco Central que dá confiança do prestamista de última instância, o que obriga também a criar regulação sobre a banca comercial para evitar o risco moral. O mesmo deve ser feito ao nível da União Económica e Monetária e dos seus Estados Membros.

Prof. Doutor Ricardo Cabral: O euro é bom para a dívida pública e para a sua sustentabilidade? E, para os custos de financiamentos da República, sim ou não, e porquê?

Prof. Doutor João Leão: Foi bom no geral. Foi mau na altura da crise das dívidas soberanas, porque os mecanismos que havia na altura não protegeram a dívida pública nesse contexto. Desde Draghi e mais recentemente, temos um mecanismo o The Transmission Protection Instrument, criado pelo BCE, para além de outros instrumentos e de um enquadramento diferente. Temos uma situação bastante mais favorável. É um contexto de maior estabilidade, mais forte e que não deixa as dívidas públicas entregues aos mercados, que foi o que aconteceu na prática em 2010.

ANEXOS

Tabela V: Dados referentes às séries dos CA

Série	Início	Fim	Subscrição, por Conta		Prazo (em anos)	Juros e Prémio			Legislação
			Aforro (em unidades)			Taxa Base	Limite Máximo	Prémio	
			Mínima	Máximo					
A	1961	1986	-	500 *		-	-	-	- Decreto n.º 43454, de 30 de dezembro de 1960; - Alterado pelos artigos 9º, 10º, 11º e 13º do D.L. n.º 122/2002, de 4 de maio e pelo DL n.º 47/2008, de 13 de março;
B	1986	2008	-	10000		0,60*TBA		*	- DL n.º 172-B/86, de 30 de junho, retificado com a Declaração de 23 de julho de 1986; - Alterado pelos artigos 9º, 10º, 11º e 12º do DL n.º 122/2002, de 4 de Maio e pelo DL n.º 47/2008, de 13 de março
C	2008	2015		250 000	10	0,85*E3 + 0,25%	5%	Acresce à TB: 0,50% - 2º ano; 0,75% - 3º ano; 1,00% - 4º ao 7º ano; 1,25% - 8º ano; 1,50% - 9º ano; 2,50% - 10º ano.	- Portaria n.º 73-A/2008, de 23 de janeiro; - Alterado pelas Portaria n.º 230-A/2009 de 27 de fevereiro (altera a ficha técnica dos certificados de aforro - série C) e Portaria n.º 268-D/2012, de 21 de agosto
D	2015	2017							Portaria n.º 17-B/2015, de 30 de janeiro
E	2017	2023	100			E3 + 1%	3,50%	Acresce à TB: 0,5% - 2º ao 5º ano; 1,0% - 6º ao 10º ano.	Portaria n.º 329-A/2017 de 30 de outubro
F	2023	**		50 000	15	E3	2,50%	Acresce à TB: 0,25% - 2º ao 5º ano; 0,50% - 6º ao 9º ano; 1,00% - 10º e 11º ano; 1,50% - 12º e 13º ano; 1,75% - 14º e 15º ano.	Portaria 149-A/2023 de 2 de junho

Legenda:

(-) sem informação

(*) não foi possível quantificar o prémio

(**) atualmente em vigor

Fonte: Elaboração baseada na legislação correspondente

Tabela VI: Dados referentes aos CT

Certificado	Início	Fim	Subscrição por Conta		Prazo (em anos)	Juros e Prémio		Legislação
			Tesouro (em unidades)			Taxa Base	Prémio	
			Mínima	Máximo				
CT	2010	2013			10	Até ao 5º ano, o pagamento de juro poderia ser a taxa de juro aplicada aos BT ou a Euríbor a 12 meses à data da subscrição; No 5º ano, o pagamento de juros correspondia à diferença entre a remuneração dos BT a 12 meses e das OT a 5 anos; Até ao 10º ano, a taxa de juro de referência passava a ver a OT a 5 anos; E no último ano, corresponderia à diferença entre a remuneração da OT a 5 anos e das OT a 10 anos;	-	RCM n.º 40/2010, de 11 de junho
CTPM	2013	2017	1 000	1 000 000	5	2,75% - 1º ano; 3,75% - 2º ano; 4,75% - 3º ano; 5,00% - 4º e 5º ano	Acresce à TB o correspondente a 80% do crescimento médio real do PIB a preços de mercados (segundo o INE), somente aplicável no 4º e 5º ano	RCM n.º 62/2013, de 19 de setembro
CTPC	2017	2021			7	0,75% - 1º e 2º ano; 1,05% - 3º ano; 1,35% - 4º ano; 1,65% - 5º ano; 1,95% - 6º ano; 2,25% - 7º ano.	Acresce à TB o correspondente a 40% do crescimento médio real do PIB a preços de mercados (segundo o INE), aplicável a partir do 2º ano	RCM n.º 157-D/2017, de 27 de outubro de 2017
CTPV	2021	**				0,70% - 1º e 2º ano; 0,80% - 3º ano; 0,90% - 4º ano; 1,00% - 5º ano; 1,30% - 6º ano; 1,60% - 7º ano.	Acresce à TB o correspondente a 20% do crescimento médio real do PIB a preços de mercados (segundo o INE), aplicável a partir do 3º ano	RCM n.º 131-B/2021, de 10 de setembro

Legenda:

(-) sem informação

(**) atualmente em vigor

Fonte: Elaboração baseada na legislação correspondente

Tabela VIII: Informação relativa às “OT, 1977 - Nacionalizações e Expropriações”

Classes	Montante a indemnizar (em contos)	Taxa de Juro	Período (em anos)		
			Carência	Amortização	Total
1	até 50 000	13	2	6	8
2	de 50 000 a 125 000	12,8	2	6	8
3	de 125 000 a 250 000	12,4	2	7	9
4	de 450 000 a 750 000	11,8	2	7	9
5	de 750 000 a 1 175 000	11	2	9	11
6	de 1 175 000 a 1 750 000	10	2	11	13
7	de 1 750 000 a 2 500 000	9,8	3	13	16
8	de 2 500 000 a 3 450 000	8,4	3	15	18
9	de 3 450 000 a 4 625 000	6,8	4	17	21
10	de 3 450 000 a 4 625 000	5	4	19	23
11	de 4 625 000 a 6 050 000	3	5	21	26
12	superior a 6 050 000	2,5	5	23	28

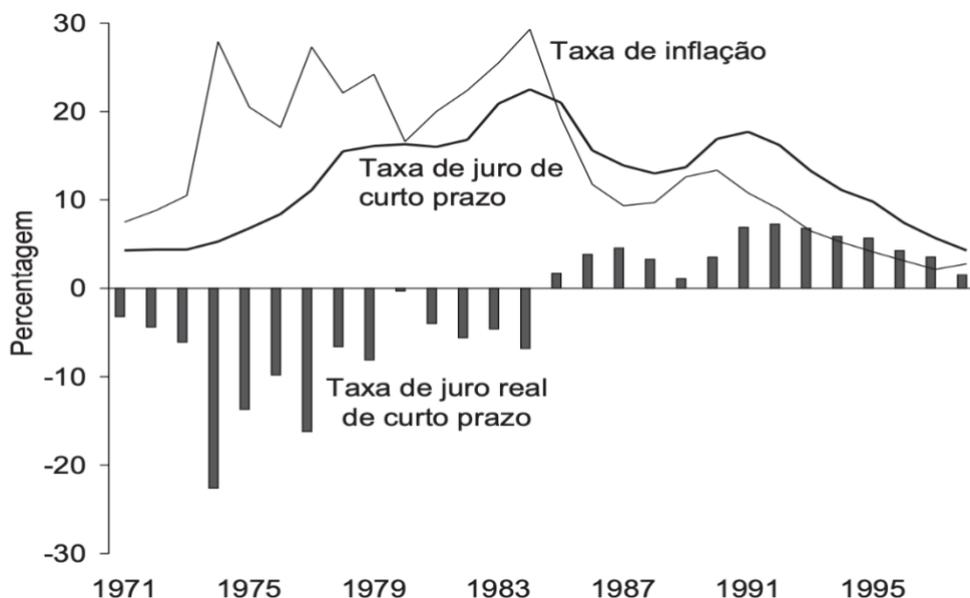
Fonte: Anexo da Lei n.º 80/77, de 26 de outubro

Tabela VII: Informação relativa aos “Empréstimos Internos Amortizáveis” do Banco de Portugal

Legislação	Montante Total (em contos)	Montante no BdP (em %)
Lei n.º 88/77, de 30 de Dezembro	42 milhões	100
DL n.º 443/78, de 28 de Dezembro	45 milhões	100
Lei n.º 37/79, de 20 de Dezembro	92,3 milhões	100
Lei n.º 8-A/80, de 26 de Maio	98 milhões	100
DL n.º 342-A/81, de 15 de Dezembro	91,9 milhões	79,37
DL n.º 354-A/81, de 30 de Dezembro	18,1 milhões	100
DL n.º 471/82, de 15 de Dezembro	98 milhões	100
DL n.º 495/82, de 31 de Dezembro	17 milhões	100
DL n.º 393/83, de 27 de Dezembro	92 milhões	100
DL n.º 437/83, de 20 de Dezembro	71 milhões	100
DL n.º 310-A/84, de 25 de Setembro	111 milhões	100
DL n.º 392-A/84, de 21 de Dezembro	37 milhões	100
DL n.º 392-B/84, de 21 de Dezembro	118 milhões	100
DL n.º 487/85, de 22 de Novembro	153,3 milhões	100
DL n.º 504-A/85, de 30 de Novembro	15 milhões	100
DL n.º 432-B/86, de 30 de Dezembro	80 milhões	100

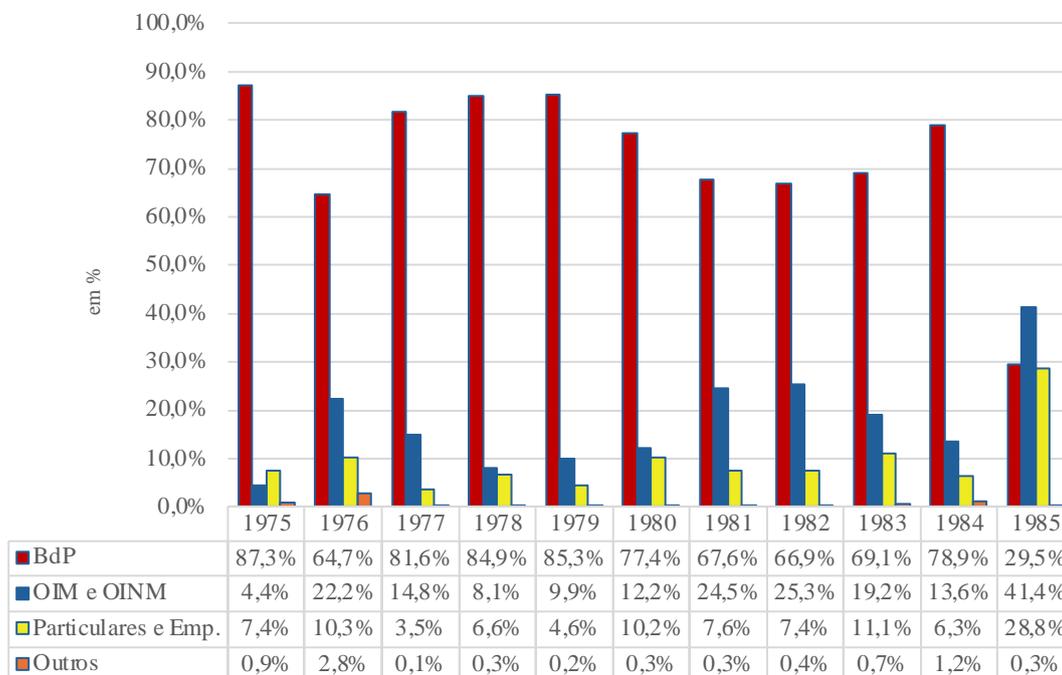
Fonte: Elaboração baseada na legislação correspondente e nos relatórios & contas anuais da JCP

Gráfico X: Evolução da Taxa de Juro Real e Nominal de Curto Prazo e Taxa de Inflação entre 1971 e 1998



Fonte: CE e INE; Gráfico retirado (Abreu, 2005a), corresponde ao gráfico 4

Gráfico IX: Tomadores dos Empréstimos Internos emitidos anualmente (*)



Fontes: 1975/76 – Relatório do Conselho de Administração do BdP de 1975 (Quadro II.22 - Pag. 120); 1977/78 - Relatório do Conselho de Administração do BdP de 1978 (Quadro III.90 - Pag. 256); 1979 - Relatório do Conselho de Administração do BdP de 1980 (Quadro III.3.27 - Pag. 203); 1980/81 - Relatório do Conselho de Administração do BdP de 1981 (Quadro III.3.27 - Pag. 203); 1982 - Relatório do Conselho de Administração do BdP de 1982 (Quadro IV.3.10 - Pag. 215); 1983/85 - Relatório do Conselho de Administração do BdP de 1985 (Quadro IV.3.11 - Pag. 208).

(*) Dados referentes aos anos de 1975/76 incluem empréstimos internos e externos

Tabela IX: Dívida Direta do Estado, por tipo de instrumento, entre 1973 e 1979, em %

	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979
Dívida interna	73,4%	75,2%	81,5%	82,9%	84,7%	77,5%	78,3%
Consolidada	34,5%	29,2%	16,6%	11,9%	8,4%	5,9%	4,2%
Certif. especiais-Previdência	24,1%	20,5%	11,2%	8,4%	6,0%	4,2%	3,0%
Consolidados (1940-1943)	9,6%	8,1%	5,0%	3,3%	2,3%	1,6%	1,1%
Renda perpétua	0,8%	0,6%	0,4%	0,2%	0,1%	0,1%	0,0%
Amortizável	38,9%	45,9%	64,9%	71,1%	76,3%	71,6%	74,1%
Obrigações do Tesouro	21,8%	28,7%	54,0%	65,3%	70,4%	67,4%	71,1%
Certificados de aforo	1,2%	1,0%	0,7%	0,5%	0,5%	0,4%	0,4%
Promissórias de Fomento Nacional	8,8%	7,5%	4,6%	3,0%	2,2%	1,5%	1,1%
Promissórias do Tesouro	-	-	-	-	1,9%	1,3%	0,9%
Dívida relativa a Cabora Bassa	6,4%	8,2%	5,1%	2,0%	1,3%	0,8%	0,5%
Caixa Geral de Depósitos	0,8%	0,6%	0,3%	0,2%	0,1%	0,1%	0,0%
Dívida externa	26,6%	24,8%	18,5%	17,1%	15,3%	22,5%	21,7%
Promissórias do FMI	4,8%	4,1%	2,5%	1,7%	1,9%	2,0%	1,4%
Promissórias do BIRD	-	-	-	-	0,0%	0,1%	0,0%
Dívida relativa a Cabora Bassa	8,3%	10,1%	9,7%	10,0%	7,4%	7,2%	5,1%
Empréstimo Plano Marshall	1,0%	0,8%	0,5%	0,3%	0,2%	0,2%	0,1%
Dívida relativa à Ponte sobre o Tejo	2,7%	2,1%	1,4%	1,0%	0,8%	0,6%	0,4%
Acordos de crédito em rands (1970-74)	3,7%	3,2%	1,7%	1,3%	1,1%	0,9%	0,7%
Acordos de crédito em dólares	1,2%	1,0%	0,6%	1,0%	2,1%	9,7%	11,6%
Fonds de Rétablissement du Conseil de l'Europe	-	-	-	0,5%	0,9%	1,6%	1,3%
Outros créditos	4,9%	3,7%	2,1%	1,4%	0,9%	0,3%	1,0%
Dívida Direta do Estado	100,0%						

Fonte: Cálculos baseados nos relatórios anuais da JCP e dos relatórios do Bdp

Tabela X: Indicadores Económicos entre 1985-98

	1985		1991		1998	
	Portugal	UE15	Portugal	UE15	Portugal	UE15
PIB per capita (PPC; UE15=100)	53	100	64,4 ^(a)	100	74.8	100
PIB (tvr em %)	2.8	2.6	2.3	1.7	3.5	2.7
Inflação (def. consumo privado)	19.4	5.9	12.2	5.8	1.8	1.7
Desemprego (em %)	8.7	10	4	8.1	5.2	9.9
Balança de Transacções Correntes (% do PIB)	0.5	0.5	-0.9	-1.2	-4.7 ^(b)	0.9
Défice das Administrações Públicas (% do PIB) ^(c)	10.3	4.5	5.9	4.2	2.1	1.5
Dívida pública bruta (% do PIB) ^(d)	68	53.6	65.9	55.2	56.5	69

(a) Quebra de série em 1991 devido à inclusão da ex-RDA.

(b) Quebra de série em 1996. O valor para 1998 inclui as transferências de capital para assegurar a comparabilidade com os valores anteriores.

(c) Dados para 1985 e 1991 de acordo com o SEC79. Dados para 1998 de acordo com o SEC95.

(d) Definição de Maastricht. PIB para 1998 de acordo com o SEC95.

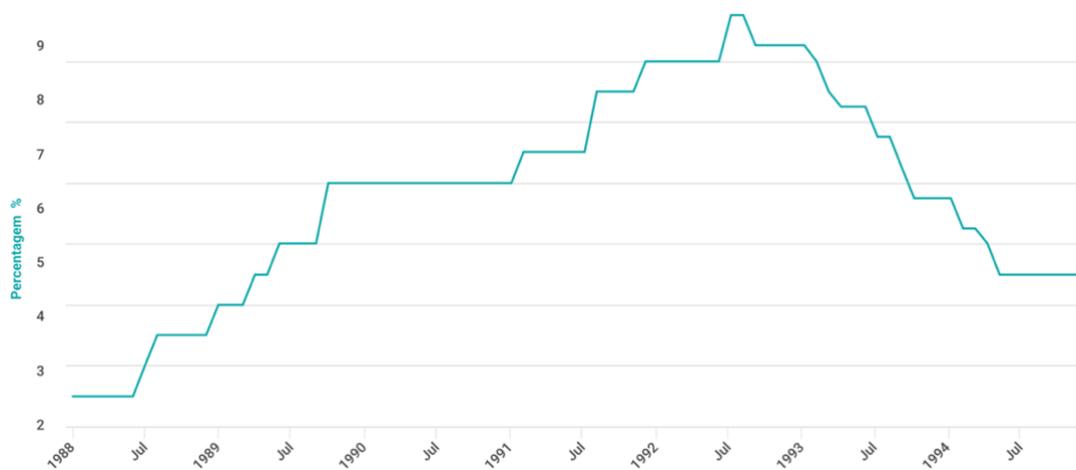
Fonte: CE e Bdp; Gráfico retirado (Abreu, 2001) corresponde ao quadro 1

Tabela XI: Tomadores das emissões anuais da Dívida Pública Direta entre 1984 e 1988

	1984	1985	1986	1987	1988
Residentes	61%	67%	74%	77%	79%
Banco de Portugal	45%	41%	39%	31%	24%
OIM	8%	14%	15%	22%	28%
Setores Internos Não Bancários	8%	12%	20%	24%	27%
Não Residentes	39%	33%	26%	23%	21%

Fonte: Tabela retirado do OE90 – Pag. 254 – Quadro VII

Gráfico XI: Taxa de desconto do Bundesbank



Fonte: Bundesbank. Gráfico retirado do site da [Fundação Francisco Manuel dos Santos](#)

Tabela XII: Variação dos juros da Dívida Direta do Estado entre 2000 e 2023

Ano	Stock da Dívida Médio * (1)	Juros Pagos ** (Contabilidade Nacional) (2)	Taxa de Juro Implícita (3)	Variação dos Juros (4)	Contribuições para a variação dos juros		
					Efeito de Stock (5)	Efeito Preço (6)	Efeito Cruzado (7)
2000	64 566	3 692	5,7%	0	0	0	0
2001	69 313	3 840	5,5%	147	271	-116	-9
2002	75 962	3 943	5,2%	103	368	-242	-23
2003	81 426	3 895	4,8%	-48	284	-309	-22
2004	87 058	3 871	4,4%	-24	269	-275	-19
2005	96 249	3 995	4,2%	124	409	-257	-27
2006	105 158	4 400	4,2%	404	370	31	3
2007	110 681	4 797	4,3%	397	231	158	8
2008	115 633	5 024	4,3%	227	215	12	1
2009	125 605	4 846	3,9%	-178	433	-562	-49
2010	142 261	5 038	3,5%	192	643	-398	-53
2011	163 657	6 646	4,1%	1.608	758	739	111
2012	185 431	7 141	3,9%	494	884	-344	-46
2013	199 837	7 218	3,6%	77	555	-443	-34
2014	211 201	7 636	3,6%	419	410	8	0
2015	222 207	7 650	3,4%	14	398	-365	-19
2016	231 323	7 362	3,2%	-289	314	-579	-24
2017	237 273	7 106	3,0%	-255	189	-434	-11
2018	241 911	6 725	2,8%	-381	139	-510	-10
2019	248 285	6 297	2,5%	-428	177	-589	-16
2020	259 664	5 755	2,2%	-542	289	-794	-36
2021	273 403	5 248	1,9%	-508	305	-771	-41
2022	282 754	4 895	1,7%	-353	180	-515	-18
2023	291 490	5 901	2,0%	1 048	150	871	27

(1) $S_t - S_{t-1}$ (2) i_t (3) $(2)_t / (1)_t$ (4) $(5)_t + (6)_t + (7)_t$ (5) $i_{t-1} \cdot \Delta S_t$ (6) $S_{t-1} \cdot \Delta i_t$ (7) $\Delta S_t \cdot \Delta i_t$

(*) Para efeitos do cálculo do stock de dívida médio considera-se o valor da dívida total incluindo as contas margem;

(**) Exclui os juros recebidos de depósitos e outros empréstimos concedidos;

Fonte: Baseado no Quadro 26 do Relatório Anual do IGCP de 2023

Tabela XIII: Composição da Dívida Direta do Estado entre 1999 e 2023

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Dívida denominada em euros (excl. empréstimos oficiais)	55 389	58 323	62 239	67 533	76 810	82 208	90 368	101 386	108 202	112 539	117 540	130 700	149 436
Transacionável	41 153	43 556	46 271	50 519	57 924	63 213	69 795	81 567	85 916	87 893	95 969	109 963	127 015
ECP (valor descontado)	0	550	323	818	0	0	0	0	0	0	739	760	394
BT (va Ior descontado)	1 874	0	0	2 995	1 324	4 165	10 137	12 394	9 231	9 044	12 817	17 231	19 261
OT	22 450	31 672	34 894	41 563	51 702	54 674	56 478	67 091	74 604	77 661	82 149	91 907	105 946
OTRV	6 456	4 394	4 394	0	0	337	0	0	0	0	0	0	0
Eurobonds	5 146	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Outras obrigações	1 821	6 258	6 108	4 613	4 465	3 639	2 782	1 746	1 746	974.2	51	51	51
MTN	464	664	536	514	417	383	383	322	322	200	200	0	1 350
Globalbonds	2 943	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Obrigações de retalho	0	16	16	16	16	15	15	14	14	14	14	13	13
Não Transacionável	14 236	14 768	15 969	17 014	18 887	18 995	20 573	19 820	22 286	24 646	21 572	20 738	22 420
Certificados de Aforro	12 010	12 496	13 672	14 744	10 171	15 854	15 903	16 246	17 249	18 050	17 198	16 871	15 471
Certificados do Tesouro	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	685
CEDIC	0	0	382	563	1 424	1 554	2 379	2 042	3 045	4 172	4 183	3 787	4 887
CEDIM	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Contas margem	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Outros	2 226	2 272	1 914	1 708	1 927	1 587	2 291	1 532	1 992	2 424	191	80	1 377
Dívida denominada em moedas não euro (excl. empréstimos oficiais)	2 958	4 633	3 937	4 917	2 664	1 169	371	372	355	266	922	2 046	2 340
Transacionável	2 724	4 351	3 685	4 774	2 584	1 153	356	363	351	265	9 222	2 046	2 339
ECP (valor descontado)	0	291	159	1 391	286	0	0	0	0	0	765	1 132	404
Eurobonds	527	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Outras obrigações	434	2 173	1 970	1 988	1 184	213	213	219	223	205	158	169	165
MTN	906	1 887	1 556	1 395	1 114	939.9	143	144	127	60.6	0	745	1 771
Globalbonds	857	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Não Transacionável	234	282	251	143	80	16	15	9	4	0	0	0	0
Empréstimos oficiais	0	0	0	0	0	0							
Empréstimos SURE (UE)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Empréstimos PRR (UE)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
PAEF	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
FEEF	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
MEEF	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
FMI	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Dívida total (1+2+3)	58 347	62 956	66 176	72 450	79 475	83 377	90 739	101 758	108 557	112 804	118 463	132 746	151 775
Efeito cambial de cobertura de derivados (líquido)	-15	-372	-353	-429	79	234	82	52	52	48	57	29	-74
Dívida total após cobertura de derivados (4 + 5)	58 332	62 584	65 823	72 021	79 554	83 611	90 821	101 810	108 609	112 852	118 520	132 776	151 702

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Dívida denominada em euros (excl. empréstimos oficiais)	136 922	129 813	130 735	133 289	149 526	163 963	177 368	189 914	197 123	211 771	220 116	227 824	238 047
Transacionável	119 564	113 641	113 343	109 957	119 879	131 258	141 673	148 982	153 097	169 974	167 587	166 992	159 337
ECP (valor descontado)	605	1 963	1 324	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
BT (va Ior descontado)	12 461	17 777	19 046	16 242	15 023	15 136	15 458	13 660	11 983	11 453	6 467	7 727	2 968
OT	103 940	93 626	92 708	92 400	103 865	110 076	116 832	125 095	130 887	148 294	154 443	156 492	154 345
OTRV	0	0	0	0	0	3 450	6 950	7 950	7 950	7 950	4 500	1 000	1 000
Eurobonds	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Outras obrigações	51	51	51	51	51	51	51	0	0	0	100	0	0
MTN	2 493	211	200	1 251	931	2 536	2 374	2 270	2 270	2 270	2 070	1 766	1 016
Globalbonds	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Obrigações de retalho	13	13	13	13	9	9	8	7	7	7	7	7	7
Não Transacionável	17 358	16 172	17 392	23 332	29 647	32 705	35 695	40 932	44 026	41 797	52 529	60 832	78 710
Certificados de Aforro	11 384	9 669	10 132	12 142	12 793	12 922	11 941	11 872	12 020	12 220	12 469	19 626	34 059
Certificados do Tesouro	1 308	1 416	2 026	5 047	7 926	11 281	15 033	16 418	17 049	17 562	17 849	15 243	11 032
CEDIC	3 933	4 405	4 127	4 436	5 499	5 195	3 969	7 595	9 720	7 046	17 523	20 826	29 228
CEDIM	141	154	575	580	200	82	675	956	953	934	580	786	703
Contas margem	-	-	-	-	2 106	2 108	528	397	624	415	540	668	0
Outros	592	527	532	1 127	1 122	1 117	3 548	3 695	3 659	3 621	3 568	3 683	3 689
Dívida denominada em moedas não euro (excl. empréstimos oficiais)	2 106	1 639	1 467	4 832	4 382	4 364	3 840	4 017	4 261	3 916	2 984	2 873	2 397
Transacionável	2 106	1 639	1 466	4 832	4 382	4 364	3 840	4 017	4 261	3 916	2 984	2 873	2 397
ECP (valor descontado)	96	61	7	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Eurobonds	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Outras obrigações	170	174	170	182	159	0	0	0	0	0	0	0	0
MTN	1 840	1 404	1 289	4 650	4 223	4 364	3 840	4 017	4 261	3 916	2 984	2 873	2 397
Globalbonds	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Não Transacionável	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Empréstimos oficiais	35 862	63 013	72 051	79 005	72 455	67 956	57 056	51 628	49 628	52 628	55 390	56 322	55 516
Empréstimos SURE (UE)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3 000	5 411	6 234	6 234
Empréstimos PRR (UE)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	351	960	1 654
PAEF	8 113	63 013	72 051	79 005	72 455	67 956	57 056	51 628	49 628	49 628	49 628	49 128	47 628
FEEF	8 113	19 478	26 078	27 328	27 328	27 328	27 328	27 328	25 328	25 328	25 328	25 328	25 328
MEEF	14 100	22 100	22 100	24 300	24 300	24 300	24 300	24 300	24 300	24 300	24 300	23 800	23 800
FMI	13 649	21 436	23 873	27 377	20 827	16 327	5 427	0	0	0	0	0	0
Dívida total (1+2+3)	174 891	194 465	204 252	217 126	226 363	236 283	238 263	245 558	251 012	268 316	278 489	287 019	295 960
Efeito cambial de cobertura de derivados (líquido)	-369	-314	-45	-1 344	-2 424	-2 362	-687	-572	-629	-288	-478	-627	-9
Dívida total após cobertura de derivados (4 + 5)	174 522	194 152	204 208	215 782	223 939	233 921	237 576	244 987	250 384	268 028	278 011	286 392	295 952

Fonte: Relatórios Anuais do IGCP

Tabela XIV: Necessidades (Brutas e Líquidas) de Financiamento entre 1999 e 2022 (Contabilidade Orçamental Pública)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Necessidades Líquidas de Financiamento	616	2 886	1 957	6 013	5 984	7 002	9 345	9 466	8 195	6 175	5 514	15 774
Défice Orçamental	1 850	2 083	2 518	4 452	4 880	6 806	9 368	9 097	7 400	5 682	5 206	14 057
Aquisição líquida de activos financeiros (exceto privatizações)	29	-27	-11	18	947	45	539	654	400	643	778	1 717
Dotação para o FRDP	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Regularização de situações do passado (*)	180	1 457	185	1 823	554	400	148	375	1 600	610	0	0
Transferência de saldo de gerência da ADSE (**)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Empréstimos à SS	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Receitas de Privatizações (***)	-1 442	-627	-735	-281	-398	-250	-710	-660	-1 205	-760	-470	0
Aumentos de Capital	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Reforço da estabilidade financeira	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Amortizações e Anulações (Dívida Fundada)	12 959	10 335	9 203	7 726	9 958	7 720	6 954	7 246	7 655	7 636	10 095	6 044
Certificados de Aforro + Certificados do Tesouro	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Dívida de curto prazo em moeda nacional	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Dívida de médio e longo prazo em moeda nacional	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Dívida em moedas não nacional	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Fluxos de capital de swaps (líq.)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Necessidades Brutas de Financiamento	13 576	13 221	11 160	13 739	15 942	14 722	16 300	16 712	15 850	13 811	15 609	21 818
Necessidades Brutas de Financiamento (em % do PIB)	12,2%	11,1%	8,7%	10,1%	11,2%	10,1%	10,7%	10,5%	9,5%	7,9%	8,7%	12,4%

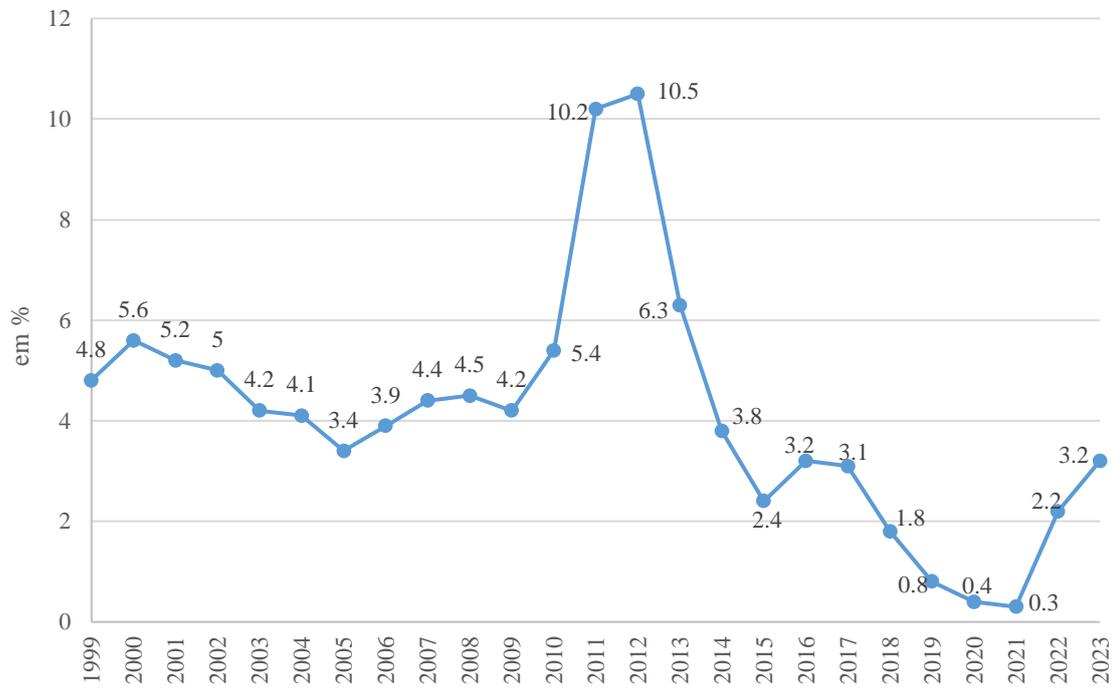
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Necessidades Líquidas de Financiamento	17 106	13 277	18 034	11 148	14 338	11 845	7 718	10 380	7 339	9 499	16 790	13 773	9 251
Défice Orçamental	14 249	7 044	8 896	7 665	7 128	5 606	6 132	4 786	3 666	3 940	12 204	9 471	5 781
Aquisição líquida de activos financeiros (exceto privatizações)	2 088	6 833	6 846	3 843	7 594	6 239	2 128	5 160	3 673	5 559	4 585	4 301	3 469
Dotação para o FRDP	1 500	0	0	0	0	0	-542	0	0	0	0	0	0
Regularização de situações do passado (*)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Transferência de saldo de gerência da ADSE (**)	0	0	0	0	0	0	0	434	0	0	0	0	0
Empréstimos à SS	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Receitas de Privatizações (***)	-731	-600	-2 208	-1 459	-384	0	0	0	0	0	0	0	0
Aumentos de Capital	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Reforço da estabilidade financeira	0	0	4 500	1 100	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Amortizações e Anulações (Dívida Fundada)	32 245	39 732	36 819	34 945	40 808	43 452	38 472	44 981	37 320	40 449	36 841	42 122	47 763
Certificados de Aforro + Certificados do Tesouro	1 920	4 820	2 229	922	736	746	778	1 762	1 697	3 976	3 987	4 959	5 566
Dívida de curto prazo em moeda nacional	21 777	25 321	17 985	21 615	22 563	20 677	22 326	22 439	20 690	21 697	22 327	18 914	24 530
Dívida de médio e longo prazo em moeda nacional	7 709	9 592	16 485	13 145	16 148	13 241	11 047	11 070	9 824	14 815	10 530	16 662	17 409
Dívida em moedas não nacional	1 245	305	429	61	375	9 423	4 647	10 013	5 515	86	0	1 387	279
Fluxos de capital de swaps (líq.)	-406	-306	-309	-798	-14	-634	-326	-302	-406	-25	-3	200	-22
Necessidades Brutas de Financiamento	49 351	53 009	54 853	46 093	55 147	55 298	46 190	55 361	44 659	49 948	53 631	55 894	57 014
Necessidades Brutas de Financiamento (em % do PIB)	27,5%	30,1%	32,6%	27,0%	31,9%	30,8%	24,8%	28,3%	21,8%	23,3%	26,8%	25,9%	23,5%

(*) Inclui a assunção de passivos e regularização de dívidas das empresas públicas;

(**) Em 2017, com a passagem da ADSE de Serviço Integrado (SI) para Serviço e Fundo Autónomo (SFA), o Estado transferiu o saldo de gerência desta entidade (EUR 434 milhões) para os SFA. Uma vez que estes saldos estão depositados na Tesouraria do Estado, esta transferência não tem implicações numa ótica de tesouraria;

(***) Para o ano de 2011 salienta-se que a receita arrecadada de EUR 600 milhões pela privatização da EDP só foi transferida para o FRDP em 2012, pelo que só nesse ano foi aplicada na amortização de dívida pública; para o ano de 2012 realça-se que a receita de privatização do BPN (EUR 40 milhões) foi recebida nesse ano, mas só foi aplicada em amortização da dívida em 2013; e, por fim, em 2013, uma parte da receita de privatização dos CTT (EUR 120 milhões) foi aplicada na amortização de dívida em 2014;

Fonte: Baseado nos relatórios anuais do IGCP

Gráfico XII: Taxa de Rentabilidade das OT a 10 anos

Fonte: Pordata

Tabela XV: Dívida Direta do Estado (Interna e Externa) entre 1973 e 2023

	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
Dívida Interna	192	231	403	621	886	1 135	1 639	1 826	2 733	3 308	4 134	5 356	7 803	10 349	14 635	17 567	21 031
em %	73,4%	75,2%	81,5%	82,9%	84,7%	76,8%	78,3%	77,1%	76,8%	70,3%	63,4%	60,3%	66,5%	72,3%	77,7%	78,9%	82,0%
em % do PIB	10,0%	10,1%	15,3%	19,7%	21,8%	22,5%	25,6%	21,9%	27,2%	27,2%	26,8%	28,3%	33,6%	36,5%	43,7%	43,9%	44,5%
Dívida Externa	69	76	92	128	161	343	455	541	824	1 395	2 385	3 520	3 927	3 959	4 208	4 694	4 610
em %	26,6%	24,8%	18,5%	17,1%	15,3%	23,2%	21,7%	22,9%	23,2%	29,7%	36,6%	39,7%	33,5%	27,7%	22,3%	21,1%	18,0%
em % do PIB	3,6%	3,3%	3,5%	4,1%	3,9%	6,8%	7,1%	6,5%	8,2%	11,5%	15,4%	18,6%	16,9%	14,0%	12,6%	11,7%	9,8%
Dívida Direta do Estado	261	307	495	750	1 047	1 478	2 094	2 368	3 556	4 703	6 519	8 877	11 730	14 308	18 843	22 261	25 641
em % do PIB	13,6%	13,5%	18,8%	23,7%	25,7%	29,3%	32,7%	28,3%	35,4%	38,7%	42,2%	46,8%	50,5%	50,5%	56,2%	55,6%	54,3%

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Dívida Interna	25 184	30 726	33 361	37 152	40 429	43 323	40 180	37 505	35 397	33 394	30 007	27 662	26 468	24 528	23 177	20 843	24 357
em %	88,2%	92,0%	92,5%	88,2%	85,5%	82,5%	72,7%	66,0%	60,7%	53,0%	45,3%	38,2%	33,3%	29,4%	25,5%	20,5%	22,4%
em % do PIB	44,4%	47,3%	45,7%	48,8%	49,0%	48,7%	42,6%	36,7%	31,8%	27,9%	23,4%	20,4%	18,6%	16,8%	15,2%	13,1%	14,7%
Dívida Externa	3 360	2 670	2 711	4 950	6 842	9 166	15 078	19 287	22 950	29 562	36 169	44 788	53 007	58 849	67 562	80 915	84 200
em %	11,8%	8,0%	7,5%	11,8%	14,5%	17,5%	27,3%	34,0%	39,3%	47,0%	54,7%	61,8%	66,7%	70,6%	74,5%	79,5%	77,6%
em % do PIB	5,9%	4,1%	3,7%	6,5%	8,3%	10,3%	16,0%	18,8%	20,6%	24,7%	28,2%	33,0%	37,2%	40,3%	44,4%	51,0%	50,6%
Dívida Direta do Estado	28 544	33 396	36 072	42 102	47 271	52 489	55 258	56 793	58 347	62 956	66 176	72 450	79 475	83 377	90 739	101 758	108 557
em % do PIB	50,3%	51,4%	49,4%	55,3%	57,3%	59,0%	58,6%	55,5%	52,4%	52,6%	51,5%	53,4%	55,8%	57,1%	59,6%	64,2%	65,3%

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Dívida Interna	24 146	19 805	22 949	51 323	70 367	56 548	57 531	47 322	61 497	90 294	97 094	108 722	106 832	119 943	143 725	165 254	181 043
em %	21,4%	16,7%	17,3%	33,8%	40,2%	29,1%	28,2%	21,8%	27,2%	38,2%	40,8%	44,3%	42,6%	44,7%	51,6%	57,6%	61,2%
em % do PIB	13,8%	11,1%	13,1%	28,6%	40,0%	33,6%	33,7%	27,3%	34,2%	48,4%	49,6%	53,0%	49,8%	59,9%	66,5%	68,2%	68,2%
Dívida Externa	88 658	98 658	109 797	100 452	104 525	137 917	146 721	169 804	164 866	145 989	141 169	136 836	144 180	148 373	134 764	121 765	114 917
em %	78,6%	83,3%	82,7%	66,2%	59,8%	70,9%	71,8%	78,2%	72,8%	61,8%	59,2%	55,7%	57,4%	55,3%	48,4%	42,4%	38,8%
em % do PIB	50,5%	55,1%	62,6%	55,9%	59,4%	81,9%	86,1%	98,1%	91,7%	78,3%	72,0%	66,7%	67,3%	74,2%	62,4%	50,2%	43,3%
Dívida Direta do Estado	112 804	118 463	132 746	151 775	174 891	194 465	204 252	217 126	226 363	236 283	238 263	245 558	251 012	268 316	278 489	287 019	295 960
em % do PIB	64,3%	66,1%	75,7%	84,5%	99,3%	115,5%	119,8%	125,5%	126,0%	126,7%	121,6%	119,7%	117,1%	134,1%	128,9%	118,4%	111,5%

Fontes: 1973/79 – OE84 – Pag. 70 – Quadro XVIII; 1980/95 – Base de dados da DGO; 1996/2023 – Base de dados do BdP

Tabela XVI: Variação dos Juros da Dívida das AP na ótica de Maastricht entre 1970-2023 (Contabilidade Nacional)

Ano	Stock de dívida no final do ano (1)	Juros Pagos (2)	Taxa de Juro Implícita (3)	Variação da Taxa de Juro (4)	Contribuições para a variação dos juros		
					Efeito de Stock (5)	Efeito Preço (6)	Efeito Cruzado (7)
1970	170,9	5,1	3,01%	-	-	-	-
1971	188,1	5,6	2,98%	0,5	0,5	0,0	0,0
1972	201,2	7,8	3,88%	2,2	0,4	1,7	0,1
1973	232,2	6,7	2,87%	-1,1	1,2	-2,0	-0,3
1974	396,5	8,2	2,07%	1,5	4,7	-1,9	-1,3
1975	557,3	14,7	2,64%	6,5	3,3	2,3	0,9
1976	827,5	25,7	3,10%	10,9	7,1	2,6	1,2
1977	1 218,5	52,5	4,31%	26,8	12,1	10,0	4,7
1978	1 649,6	103,8	6,29%	51,3	18,6	24,2	8,6
1979	2 226,4	139,7	6,27%	35,9	36,3	-0,3	-0,1
1980	2 534,8	192,0	7,57%	52,3	19,3	28,9	4,0
1981	3 779,5	400,9	10,61%	208,9	94,3	76,9	37,7
1982	5 001,9	543,1	10,86%	142,2	129,7	9,5	3,1
1983	6 943,8	798,5	11,50%	255,4	210,8	32,1	12,5
1984	9 023,4	1 100,8	12,20%	302,3	239,1	48,6	14,6
1985	12 730,6	1 543,2	12,12%	442,4	452,3	-7,0	-2,9
1986	15 998,2	1 959,2	12,25%	416,1	396,1	15,9	4,1
1987	20 643,5	2 258,2	10,94%	298,9	568,9	-209,2	-60,7
1988	24 392,5	2 300,6	9,43%	42,4	410,1	-311,1	-56,5
1989	27 642,0	2 570,9	9,30%	270,3	306,5	-31,9	-4,3
1990	31 449,9	3 927,0	12,49%	1 356,1	354,2	880,6	121,3
1991	37 564,1	4 385,0	11,67%	458,0	763,5	-255,8	-49,7
1992	37 930,7	4 527,4	11,94%	142,4	42,8	98,7	1,0
1993	43 735,0	4 126,1	9,43%	-401,3	692,8	-948,9	-145,2
1994	49 364,4	4 489,8	9,10%	363,8	531,1	-148,2	-19,1
1995	55 388,9	4 928,9	8,90%	439,1	547,9	-97,0	-11,8
1996	59 736,1	4 556,2	7,63%	-372,7	386,8	-704,2	-55,3
1997	60 084,1	3 920,9	6,53%	-635,4	26,5	-658,1	-3,8
1998	61 930,0	3 496,4	5,65%	-424,5	120,5	-528,7	-16,2

Ano	Stock de dívida no final do ano (1)	Juros Pagos (2)	Taxa de Juro Implícita (3)	Variação da Taxa de Juro (4)	Contribuições para a variação dos juros		
					Efeito de Stock (5)	Efeito Preço (6)	Efeito Cruzado (7)
1999	66 266,9	3 523,0	5,32%	26,7	244,8	-203,9	-14,3
2000	69 591,8	3 864,1	5,55%	341,1	176,8	156,5	7,9
2001	77 908,0	4 060,4	5,21%	196,2	461,8	-237,2	-28,3
2002	85 594,9	4 045,4	4,73%	-15,0	400,6	-378,3	-37,3
2003	93 333,4	3 884,9	4,16%	-160,4	365,7	-482,5	-43,6
2004	102 157,9	3 909,2	3,83%	24,3	367,3	-313,4	-29,6
2005	114 552,9	4 071,3	3,55%	162,1	474,3	-278,4	-33,8
2006	122 499,7	4 626,4	3,78%	555,1	282,4	255,0	17,7
2007	127 625,5	5 206,5	4,08%	580,0	193,6	370,9	15,5
2008	135 477,9	5 587,6	4,12%	381,1	320,3	57,3	3,5
2009	154 014,0	5 239,5	3,40%	-348,0	764,5	-978,6	-133,9
2010	179 996,0	5 282,6	2,93%	43,0	883,9	-719,5	-121,4
2011	201 459,4	7 609,3	3,78%	2 326,7	629,9	1 516,0	180,8
2012	217 160,3	8 203,0	3,78%	593,7	593,0	0,7	0,1
2013	224 077,6	8 236,0	3,68%	33,0	261,3	-221,3	-7,0
2014	230 058,8	8 444,6	3,67%	208,6	219,8	-11,0	-0,3
2015	235 746,1	8 239,3	3,49%	-205,3	208,8	-404,0	-10,0
2016	245 244,8	7 738,9	3,16%	-500,4	332,0	-800,1	-32,2
2017	247 174,5	7 398,9	2,99%	-340,0	60,9	-397,8	-3,1
2018	249 260,5	6 902,5	2,77%	-496,3	62,4	-554,1	-4,7
2019	249 977,5	6 324,2	2,53%	-578,4	19,9	-596,5	-1,7
2020	270 490,6	5 791,5	2,14%	-532,7	519,0	-971,9	-79,8
2021	269 089,0	5 170,0	1,92%	-621,5	-30,0	-594,6	3,1
2022	272 427,2	4 687,0	1,72%	-483,0	64,1	-540,4	-6,7
2023	263 084,8	5 752,0	2,19%	1 065,0	-160,7	1 269,3	-43,5

(1) S_t = Dívida Maastricht no final do ano

(2) i_t = Despesa com Juros

(3) $(2)_t / (1)_t$

(4) $(5)_t + (6)_t + (7)_t$

(5) $i_{t-1} \cdot \Delta S_t$

(6) $S_{t-1} \cdot \Delta i_t$

(7) $\Delta S_t \cdot \Delta i_t$

Fonte: Cálculos realizados com base na informação disponibilizada no INE