

dívida

**como explicar
o crescimento
da dívida externa
nacional desde 1996?**

Desde meados do século passado que Portugal nunca teve um excedente da balança de bens e serviços. E o défice comercial médio foi de 7,4% do PIB entre 1953 e 2010. Ora, para colocar a dívida externa numa trajectória sustentável, seria necessário que Portugal passasse a ter um excedente na balança de bens e serviços de cerca de 6% do PIB durante mais de uma década e uma taxa de crescimento de 4% ao ano. É irrealista esperar, no âmbito da União Económica e Monetária e com as regras vigentes da política de concorrência da União Europeia, que tal seja possível.

Ricardo Cabral



Portugal enfrenta actualmente uma crise de dívida externa e de balança de pagamentos (Cabral, 2009, 2010, 2011a). O elevado défice orçamental e a elevada dívida pública são, em grande parte, o resultado dos desequilíbrios externos que o país regista. Este artigo visa analisar a evolução da dívida externa nacional a partir de 1996, estudar as suas causas e realçar o desafio que a elevada dívida externa representa para o país.

I. Conceito e indicadores de dívida externa

Essencialmente, dívida externa representa as obrigações financeiras de residentes do país a não residentes. Existem várias medidas da dívida externa habitualmente referenciadas na literatura, nomeadamente as definidas nas seguintes publicações do FMI: “Balance of Payments and International Investment Position Manual” (2009) e “External Debt Statistics: A Guide for Compilers and Users” (2003). Dessas destacam-se três:

a) Dívida externa bruta: soma total de instrumentos de dívida¹ de residentes² face a não residentes. A dívida externa bruta de Portugal no final de 2010 era estimada pelo Banco de Portugal (BdP) em 396,5 mil milhões de euros, representando 229,6% do PIB.

b) Posição de investimento internacional líquida (PII): mede a diferença entre activos e passivos financeiros de residentes face a não residentes. Portanto, pode ser interpretada como uma medida da solvabilidade financeira do país.

Um sinal positivo (negativo) indica que o país é credor (devedor) face ao exterior. A PII de Portugal no final de 2010 ascendia a -185,6 mil milhões de euros representando -107,5% do PIB. Quando a PII é negativa, como no caso português, o simétrico da PII representa o passivo externo líquido do país. O passivo externo líquido é a medida mais lata das obrigações financeiras do país face ao exterior e é a medida de dívida externa adoptada neste artigo^{3, 4}.

c) Dívida externa líquida⁵: é igual à dívida externa bruta menos a soma do total de instrumentos de dívida de não residentes a residentes (i.e., créditos a não residentes). De acordo com o Boletim Estatístico do BdP de Agosto de 2011, p. 53, a dívida externa líquida é “calculada a partir da PII excluindo as componentes de participação no capital de empresas e lucros reinvestidos de investimento directo, acções e outras participações de investimento de carteira, derivados financeiros e activos de reserva.” A dívida externa líquida de Portugal no final de 2010 era de cerca de 146 mil milhões de euros, representando 84,4% do PIB. O BdP aparenta excluir da dívida externa líquida a dívida líquida relativa a investimento directo estrangeiro (IDE) e ao investimento directo de Portugal no exterior (IDP)^{6, 7}. E, seguindo a metodologia do FMI (2003, 2009), calcula a dívida externa líquida, assim como as restantes medidas de dívida aqui citadas, com base nos valores de mercado dos instrumentos financeiros, quando disponíveis^{8, 9}.

Estas medidas de dívida externa são, em Portugal, compiladas pelo BdP, a primeira e a segunda no âmbito do programa especial de estatísticas SDDS (Special Data Dissemination Standard) do FMI. Estatísticas para a PII são publicadas, em formato trimestral, desde o 1.º trimestre de 1996.

Em relação a qualquer das medidas supracitadas existe um grau de incerteza elevado na sua estimativa. Por um lado, resultante de variações nos valores de mercado dos activos e passivos. Por outro, devido à dificuldade em medir movimentos de capitais e financeiros entre países, nomeadamente, os associados a eventuais fugas a impostos ou mesmo as actividades usualmente designadas de planeamento fiscal. Por último, devido às dificuldades inerentes à compilação de dados, que se baseia fundamentalmente em estatísticas compiladas por intermediários financeiros (principalmente bancos).

Alguns autores (Gros and Mayer, 2011; Sinn and Wollmershäuser, 2011) argumentam que, para se calcular a dívida externa, se deveria considerar o saldo acumulado dos défices da balança corrente. Com base nessa metodologia a dívida externa líquida nacional seria de

1. De acordo com a definição do site wiseGeek, “instrumento de dívida é qualquer tipo de obrigação financeira documentada, que compromete o emitente do documento (contrato) a assumir a dívida explicitada no mesmo. O instrumento de dívida obriga o emitente a reembolsar o valor da dívida de acordo com os termos especificados no documento. [...] Um dos benefícios do instrumento de dívida é que o documento torna possível realizar a transferência da propriedade da dívida.” Tipicamente, um instrumento de dívida obriga o emitente do documento ao pagamento do capital (ou montante em dívida) e de um juro periódico (e.g., anual). O não pagamento atempado do capital em dívida ou dos juros resulta normalmente num evento formal de incumprimento (“default”).

2. Inclui particulares, empresas financeiras e não financeiras, governo e autoridade monetária (banco central).

3. Ver, por exemplo, “Banco de Portugal divulga as Estatísticas da Balança de Pagamentos e da Posição de Investimento Internacional referentes a 2010”, Banco de Portugal, Notas de Informação Estatística, 21 de Fevereiro de 2011.

4. O passivo externo líquido é um bom indicador de eventuais crises de balança de pagamentos e de dívida externa. Com efeito, um passivo externo líquido mais elevado implica juros e dividendos a não residentes mais elevados, originando por essa via maiores défices da balança de rendimentos. Défices elevados na balança de rendimentos estão frequentemente associados a crises de balança de pagamentos e de dívida externa.

5. Afigura-se que as medidas mais importantes da dívida externa portuguesa são, devido ao elevado grau de interligação entre as economias da Zona Euro, a dívida externa líquida e o passivo externo líquido (simétrico da PII). Contudo, na literatura académica (Reinhart et al., 2003) a preponderância é dada à dívida externa bruta. Note-se que numa situação de crise, poderá ser a dívida externa bruta a variável mais relevante. Por exemplo, na crise de dívida externa da Argentina de 2001, a dívida externa líquida do país seria, de acordo com Alcidi e Gros (2010), praticamente nula, mas a sua dívida externa bruta seria cerca de 50% do PIB.

6. Ou, mais precisamente, à diferença entre o valor dos instrumentos de dívida associados a IDE e IDP.

7. As estatísticas do IDE e do IDP publicadas pelo BdP não estão discriminadas por tipo de activo financeiro. Portanto, não é possível estimar qual o montante da dívida externa líquida associado ao IDE/IDP.

8. Por exemplo, em 2010, de acordo com os dados do BdP relativos às estatísticas da PII, as necessidades líquidas de financiamento da economia foram de -€15,7 mil milhões de euros. As variações do valor de mercado dos activos e passivos foram de +€16,5 mil milhões de euros, em parte em resultado da desvalorização da dívida

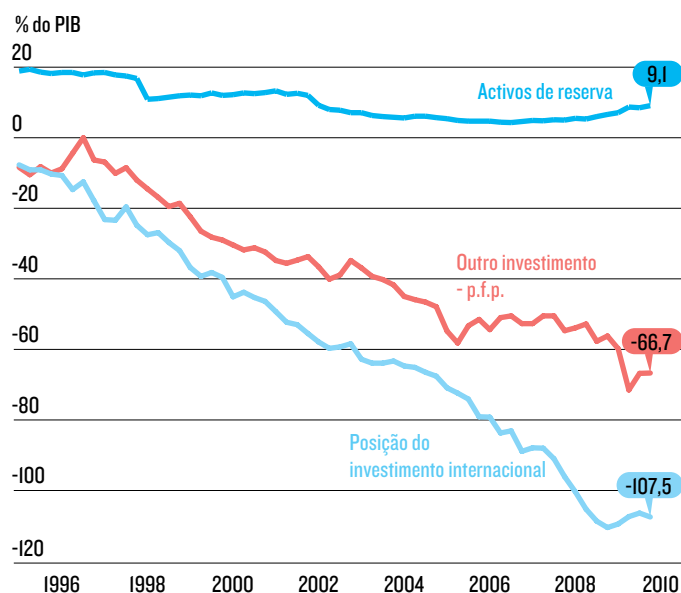


Figura 1. Posição de Investimento Internacional líquida de Portugal de 1996 a 2010¹¹
(Fonte: Séries Cronológicas do BdP)

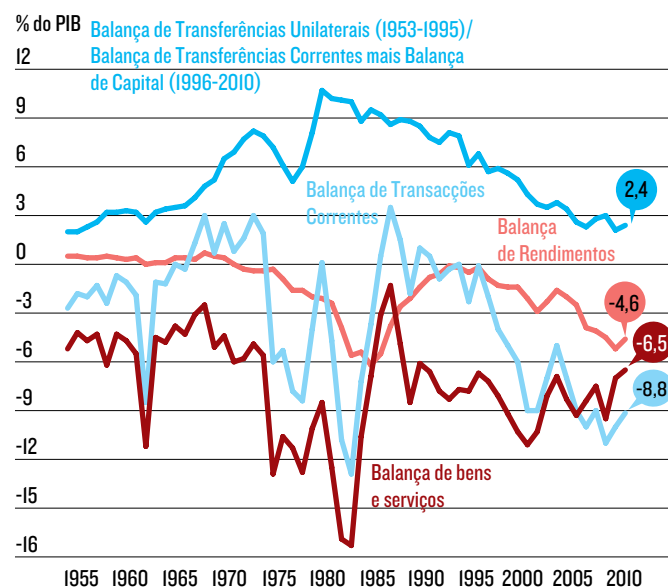


Figura 2. Balança de Transacções Correntes: (1953-1995) e Balança Corrente e de Capital (1996-2010)
(Fonte: Séries Longas para a Economia Portuguesa e Relatórios Anuais, BdP)

105% do PIB em 2010 (Gros and Mayer, 2011), portanto similar à registada de acordo com as estatísticas do SDDS se se fizessem os ajustamentos descritos na nota de rodapé n.º 9¹⁰.

Como se pode constatar na Figura 1, a Posição de Investimento Internacional líquida (PII) evolui de uma situação aproximadamente equilibrada no 1.º trimestre de 1996 (de cerca de -7,7% do PIB), para -107,5% do PIB no final de 2010. Ou seja, o passivo externo líquido do país deteriorou-se muito significativamente neste período. Neste artigo procura-se analisar os determinantes desta evolução.

2. O que explica a dívida externa?

Uma forma simples de entender a dívida externa é de que resulta, na sua essência, de uma procura interna do país acima da sua produção (PIB), i.e. do que vulgarmente se refere como “o país viver acima das suas possibilidades”. Para financiar o que se importa a mais do que se exporta, o país tem de re-

correr ao crédito externo (ou seja a poupança externa), endividando-se face ao exterior nesse processo.

De forma mais precisa, o passivo externo líquido do país que, como referido acima, é a medida mais lata das obrigações financeiras do país face ao exterior e que é aqui adoptada como medida de dívida externa, resulta essencialmente da soma acumulada das necessidades líquidas de financiamento da economia e de variações no valor de activos e passivos financeiros do país. As necessidades líquidas de financiamento da economia são definidas pela identidade contabilística fundamental da balança de pagamentos: são, grosso modo, iguais à soma dos défices das balanças de bens e serviços, de rendimentos, de transferências correntes e de capital.

A Figura 2 ilustra a evolução da balança de transacções correntes entre 1953 e 1995, e da balança corrente e de capital de 1996 até 2010¹², i.e., a evolução das necessidades líquidas de financiamento da economia nacional entre 1953 e 2010.

Constata-se, a partir da Figura 2, que o país, desde 1953, importa mais do que exporta, i.e., “vive acima das suas possibilidades”. Note-se que entre 1953 e 2010 o défice da balança de bens variou entre um mínimo de 2,9% do PIB em 1953 e

pública nacional no mercado secundário. A estas somam-se variações resultantes de oscilações cambiais e outros ajustamentos no total de -€200 milhões de euros. Em resultado, a PII melhora em 2010 em cerca de €640 milhões de euros, apesar das elevadas necessidades de financiamento externo do país nesse ano (grosso modo iguais à soma da balança corrente e de capital).

9. Dado que as obrigações financeiras nominais do país não se reduziram, e ainda porque do IDE/IDP também resultam obrigações financeiras face ao exterior, afigura-se que seria mais correcto incluir na medida da dívida externa líquida nacional o valor contabilístico de instrumentos de dívida nacional detidos por não residentes (e não o valor de mercado) e o valor da dívida externa líquida que resulta do IDE/IDP. O BdP não disponibiliza os dados que permitiriam calcular a dívida externa líquida de acordo com este critério. Dados disponíveis sugerem que se se adoptasse esta metodologia a dívida externa líquida nacional passaria provavelmente para um valor próximo de 100% do PIB em 2010, significativamente superior ao valor estimado pelo BdP.

10. Contudo, para outros países, nomeadamente Espanha, essa metodologia resulta em níveis de dívida externa líquida substancialmente inferiores aos indicados pelas estatísticas do SDDS. Não é claro porque se registam tais diferenças no caso de Espanha.

11. p.f.p. – posição no final do período.

12. Em 1998, foram introduzidas mudanças metodológicas que resultaram na alteração da designação e apresentação destas

% do PIB

5%

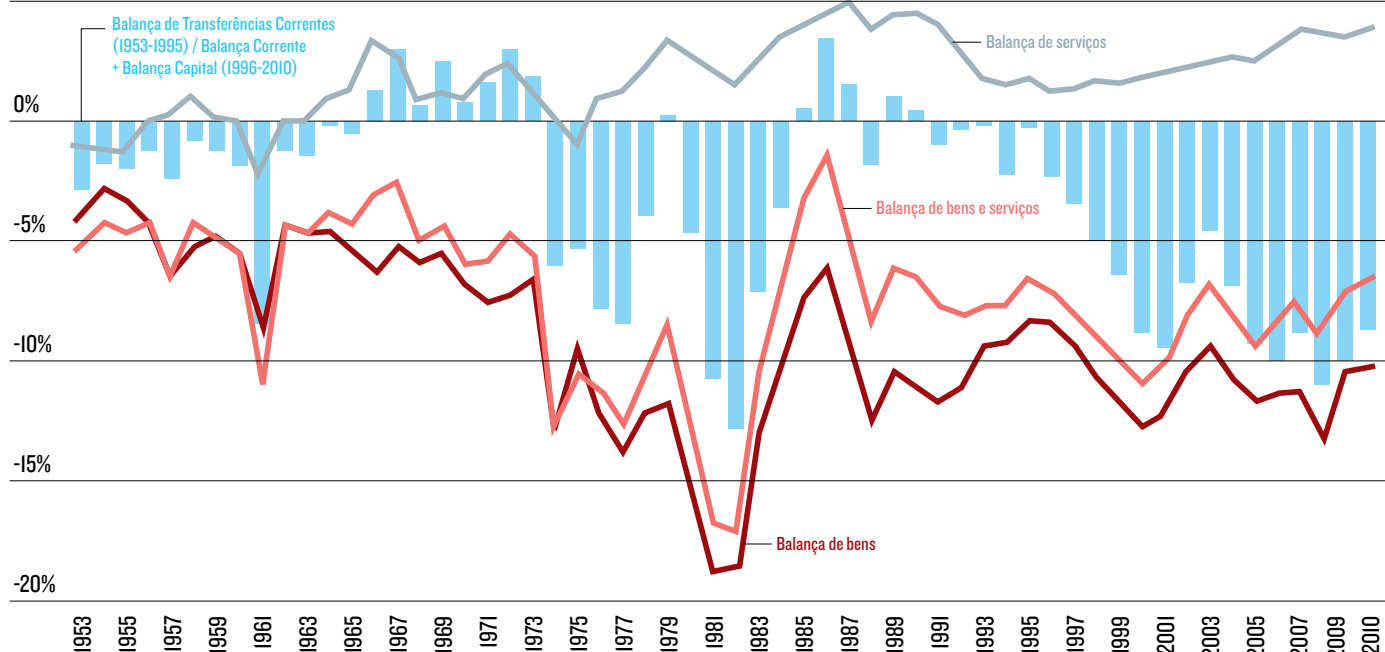


Figura 3. Balança de Bens e Serviços e Corrente e de Capital 1953-2010

(Fonte: Séries Longas para a Economia Portuguesa e Relatórios Anuais, BdP)

um máximo de 19% do PIB em 1981 (ver Figura 3). A Figura 3 sugere ainda que, desde 1974, o déficit da balança de bens tem sido elevado, representando em média 11,4% do PIB e, exceptuando 1980-1986, tem variado relativamente pouco em relação a essa média.

O déficit da balança de bens tem sido, em décadas recentes, minorado por excedentes na balança de serviços. Não há um único ano entre 1953 e 2010 em que o país tenha tido um excedente na balança de bens ou na balança de bens e serviços. Entre 1953 e 2010, a média do déficit da balança de bens e serviços foi de 7,4% do PIB. Desde a fixação da taxa de câmbio para efeitos da adopção do euro, que ocorreu a 31 de Dezembro de 1998, a média do déficit da balança de bens e serviços foi de 8,6% do PIB, e portanto apenas pouco acima da média histórica¹³. De facto, há alguns dados que sugerem (Cabral, 2009, 2011b) que a performance recente das exportações nacionais não é devida à alegada perda de competitividade internacional do país em resultado da adesão ao euro, que é apontada pela generalidade dos observadores nacionais e internacionais como uma das principais causas da crise que o país actualmente enfrenta (FMI, 2010, 2011).

Os dados apresentados neste artigo sugerem que não há uma diferença substancial entre a evolução da balança de bens e serviços do país antes de 1996 e desde 1996¹⁴. Se assim é, coloca-se a questão de saber porque razão o país não padecia do problema de dívida externa até 1995 e porque é que desde então o passivo externo líquido cresceu rapidamente¹⁵.

Como referido acima, só existem estatísticas sobre a PII do país desde o 1.º trimestre de 1996. Antes de 1996 é possível inferir indirectamente, através dos elevados défices da balança de rendimentos (ver Figura 2), que o país registou episódios de sobreendividamento externo entre 1978 e 1988¹⁷.

Uma das explicações para o baixo passivo externo líquido do país em 1996 é que o país beneficiava, até meados da década de 90, de transferências unilaterais elevadas, resultantes de remessas de emigrantes e de fundos comunitários (ver Figura 4). Sobretudo a partir de 1993, as remessas de emigrantes passam a ter cada vez menor expressão em percentagem do PIB. A redução dessas transferências explica-se essencialmente pela maior estabilidade cambial do escudo face às moedas dos principais

balanças a partir de 1996. No entanto, de acordo com o BdP as duas medidas são aproximadamente idênticas: “a soma dos saldos das Balanças Corrente e de Capital é praticamente idêntica ao saldo da anteriormente designada Balança de Transacções Correntes” (Relatório Anual de 1998, BdP, p. 121). Dessa alteração metodológica resulta ainda que a balança de transferências unilaterais (1953-95) é aproximadamente equivalente à balança de transferências correntes mais a balança de capital (1996-2010). (Vide, Caixa IV.1 “Alterações na balança de pagamentos portuguesa”, Relatório Anual de 1998, Banco de Portugal, cap. IV, p. 121-124).

13. Entre 1953 e 1995 a média do déficit da balança de bens e serviços foi de 7,1% do PIB. Entre 1974 e 1995 foi de 9,1% do PIB. Entre 1996 e 2010 – grosso modo, o período que compreende o início do processo de adesão ao euro e posteriormente o período em que o euro foi adoptado como moeda oficial – a média do déficit da balança de bens e serviços foi de 8,5% do PIB. Portanto, estes dados não parecem suportar a hipótese de que a adesão ao euro resultou em maior défices da balança de bens e serviços.

14. Utiliza-se 1996 como ano de referência porque a série histórica da PII inicia-se no 1.º trimestre de 1996. No final do 1.º trimestre de 1996 Portugal apresentava um passivo externo líquido baixo (7,7% do PIB) e 1996 corresponde, grosso modo, ao início do processo de adesão ao euro.

15. Como acima se referiu o passivo externo líquido é o simétrico da PII (ver Figura 1).

países europeus nos anos que precederam a adopção do euro e posteriormente devido à adesão ao euro. (Figura 5)¹⁸.

Até 1993, desvalorizações sucessivas do escudo contribuíam para reforçar o valor em escudos e em percentagem do PIB das transferências unilaterais para Portugal, assim como para diminuir o valor das transferências unilaterais de Portugal para o exterior. Sobretudo a partir de meados de 1993, a taxa de câmbio do escudo contra o marco alemão, franco francês, e peseta espanhola, por exemplo, estabiliza em torno dos valores a que se viria dar a conversão para o euro a 31 de Dezembro de 1998.

Outra possível explicação para o baixo passivo externo líquido do país em 1995 relaciona-se igualmente com a questão cambial. Antes de 1995, sucessivas desvalorizações do escudo resultavam na valorização dos activos financeiros detidos por residentes portugueses no estrangeiro, quando expressos em escudos¹⁹. Assim, a desvalorização do escudo resultava numa melhoria da PII (redução do passivo externo líquido) e numa melhoria da balança de rendimentos (os rendimentos recebidos pelos activos denominados em moeda estrangeira cresciam mais rapidamente que os rendimentos pagos pelos passivos denominados em escudos).

Finalmente, essas desvalorizações tenderiam a ter efeitos favoráveis, no curto prazo, na balança de bens e serviços.

Portanto até 1995, apesar do país “gastar”, em média, mais do que produzia, a dinâmica de crescimento da dívida externa seria sustentável em resultado de sucessivas desvalorizações cambiais e do efeito destas sobretudo na PII do país, na balança de transferências unilaterais e na balança de rendimentos.

A partir de meados de 1993, deixam de ocorrer as desvalorizações cambiais no âmbito do processo de adesão ao euro. Daí resulta em parte que a balança de transferências correntes e a balança de capital²⁰ passam a decrescer em percentagem do PIB e, portanto, deixam de ser suficientes para suportar o elevado défice da balança comercial e o crescente défice da balança de rendimentos (resultante do crescente passivo externo líquido).

Ou seja, a tese aqui defendida é que, antes de 1995, o principal efeito favorável das desvalorizações cambiais não seria

Há dados que sugerem que a má performance recente das exportações não é devida à alegada perda de competitividade internacional do país em resultado da adesão ao euro, ao contrário do que aponta a generalidade dos observadores como sendo uma das principais causas da crise

sobre a balança comercial (que de facto ocorreria em algum grau no curto prazo), mas sim sobre o excedente da balança de transferências unilaterais e sobre o défice da balança de rendimentos, este último através da melhoria da PII em resultado dessa desvalorização cambial. Após 1995, com a estabilidade cambial, esse efeito desaparece, levando a uma dinâmica de crescimento insustentável do passivo externo líquido e a um progressivo aumento das necessidades líquidas de financiamento da economia²¹.

Portanto, o efeito do euro na dinâmica de crescimento da dívida externa (medida, como referido acima, pelo passivo externo líquido), a confirmar-se esta tese, dá-se sobretudo através do impacto da adesão ao euro no valor de mercado dos activos e passivos financeiros do país (i.e., na PII), na balança

16. As transferências líquidas correntes da UE são registadas na balança de transferências correntes e as transferências de capital da UE são registadas na balança de capital.

17. Portugal teve de recorrer a ajuda externa e a programas de ajustamento do FMI em 1977 e em 1983/84.

18. As remessas de imigrantes para o exterior cresceram em anos recentes, mas contudo nunca excederam 0,4% do PIB de acordo com dados da Pordata. É também possível que a diminuição das transferências de emigrantes se possa explicar por uma redução da emigração.

19. Ou na desvalorização do passivo nacional (activos detidos por não residentes) quando expresso em moeda estrangeira.

20. A soma da balança de transferências correntes e da balança de capital é, como referido na nota 12, aproximadamente equivalente à balança de transferências unilaterais utilizada até 1995.

21. Outro argumento que é muito referido é o efeito da redução das taxas de juro que se verificou no país durante o processo de adesão e após a adesão ao euro. Essa redução teve impacto muito substancial na capacidade de endividamento e nas decisões de contrair crédito bancário das famílias, empresas e estado.

22. Embora se tenha registado, como acima se referiu, um aumento de cerca de 1,2 pontos percentuais do PIB no défice da balança de bens e serviços em relação à média histórica observada no período 1953-2010.

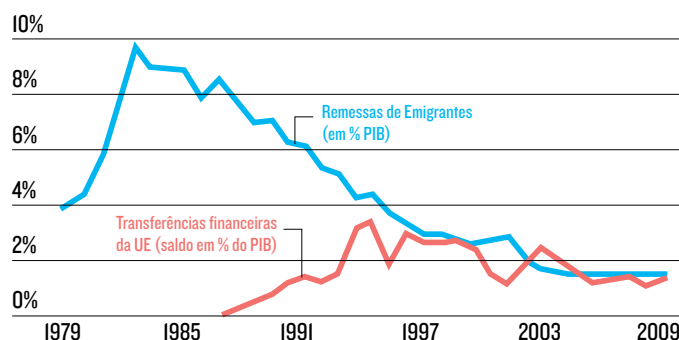


Figura 4. Evolução das remessas brutas de emigrantes e das transferências financeiras da UE – componentes das Balanças de Transferências Unilaterais/Balança de Transferências Correntes e da Balança de Capital¹⁶ de 1979 a 2010 (Fonte: Pordata)

de rendimentos e na balança de transferências correntes e não através do seu efeito no comportamento das exportações e importações, como tem sido generalizadamente defendido²².

Contudo, apesar disto, o cerne dos problemas de financiamento que a economia portuguesa enfrenta continua a ser, desde há longas décadas, o elevado défice da balança de bens (Nascimento Rodrigues, 2010).

3. O défice da balança de bens está na origem da elevada dívida externa do país

Se até aqui se tentou provar que a adesão ao euro não pode ser responsabilizada pela alegada perda de competitividade da economia nacional pretende-se mostrar nesta secção que o principal problema da economia portuguesa se encontra nos crónicos défices da balança de bens.

Uma das questões que se coloca actualmente é a de saber quais as decisões passadas que mais contribuíram para a elevada dívida externa nacional. Esta questão é importante para que se possam adoptar medidas para corrigir os desequilíbrios e assim evitar nova crise de dívida externa no futuro.

Conforme foi anteriormente referido, o crescente passivo externo líquido nacional desde 1996 resulta, por um lado, de um défice elevado e sistemático na balança de bens e serviços e, por outro lado, de maior estabilidade cambial desde meados de 1993, que é consequência da decisão política de aderir ao euro.

Entre o fim do 1.º trimestre de 1996 e o fim do 4.º trimestre de 2010, a PII deteriorou-se, passando de cerca de -€6 mil milhões para cerca de -€186 mil milhões. De acordo com as séries cronológicas da balança de pagamentos do BdP, as necessidades líquidas de financiamento da economia acumuladas entre essas datas²³, i.e., a poupança externa a que o país recorreu, foi de aproximadamente

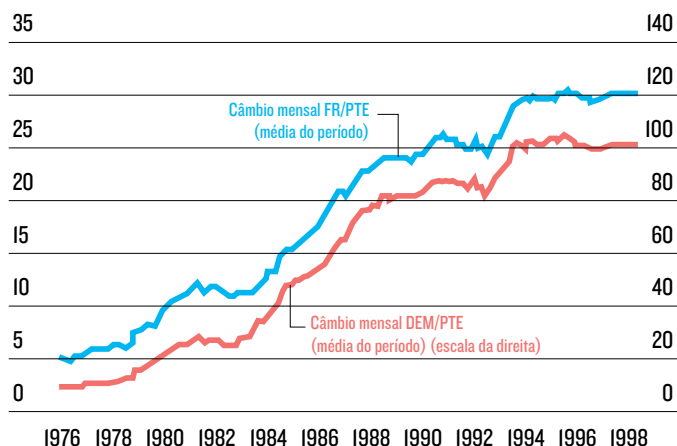


Figura 5. Taxa de câmbio franco francês e marco alemão vs escudo entre os anos de 1976 e 1998 (Fonte: Séries Cronológicas do BdP)

€166 mil milhões. Essa evolução explica-se sobretudo pelos défices acumulados da balança de bens de cerca de -€234 mil milhões e da balança de rendimentos de cerca de -€61 mil milhões. Esses défices foram contrabalançados pelos excedentes acumulados registados na balança de serviços e na balança de transferências correntes de cerca de €57 mil milhões e €43 mil milhões, respectivamente. Além disso, como referido acima, variações de preços dos activos e passivos financeiros e variações cambiais explicam também a evolução da PII. Estes dados indicam, sem margem para dúvidas, que a elevada dívida externa nacional resulta, fundamentalmente, do elevado défice acumulado da balança de bens (que explica 130% do aumento do passivo externo líquido entre o 1.º trimestre de 1996 e o 4.º trimestre de 2010) e, de forma crescente, dos juros que o país paga ao exterior para financiar essa dívida externa (que explica 34% desse aumento do passivo externo líquido).

Interessa pois, identificar os principais determinantes do défice acumulado da balança de bens, analisando em detalhe as categorias de importações com maior peso na procura interna entre 1996 e 2010. A Tabela 1 sumaria o valor acumulado das importações, exportações e exportações líquidas de bens entre 1996 e 2010 por categoria agregada de produto, classificação NC (Nomenclatura Combinada)²⁴.

A Tabela 1 identifica as áreas em que o país gasta mais do que produz. São as áreas em que será provavelmente ne-

23. Aproximadamente, a soma acumulada dos défices da balança corrente e de capital.

24. A diferença entre o valor acumulado do défice da balança de bens entre 1996 e 2010 inicialmente citada (€234 mil milhões) e a referida na Tabela 1 (€264 mil milhões) deve-se a discrepâncias estatísticas entre as séries históricas respectivas do BdP e do INE, assim como ao facto de no primeiro caso se terem excluído dados relativos ao 1.º trimestre de 1996 por forma a torná-los comparáveis com a série de dados da PII.

25. A dívida externa pode também ser paga (amortizada) através de:
a) Venda de activos domésticos e estrangeiros. A venda de activos tem impacto esperado neutral no valor actual da dívida externa líquida porque se trata apenas de uma alteração da composição do portefólio de activos e passivos do país. Embora resulte numa redução, no presente, do valor da dívida externa bruta, implica um maior défice da balança de rendimentos no futuro (via fluxos de juros/dividendos para o exterior).

Dívida externa elevada constitui um problema grave para qualquer economia porque tem duas características que a diferenciam de dívida doméstica: o pagamento de juros empobrece o país e essa dívida só pode ser paga essencialmente com receitas de exportações

cessário intervir por forma a reduzir o défice na balança de bens e assim melhorar a dinâmica de crescimento do passivo externo líquido.

Dessas, destacam-se cinco categorias de produtos pelo seu elevado impacto quer nas importações quer nas exportações líquidas: máquinas e aparelhos, veículos e outro material de transporte, combustíveis minerais, produtos agrícolas e produtos químicos. Representam 63% das importações de bens e 95% do défice da balança de bens acumulados nesse período. O elevado passivo externo líquido do país explica-se fundamentalmente pela elevada despesa interna acumulada nestas categorias de bens.

4. Porque é que a dívida externa é tão problemática?

Dívida externa elevada constitui um problema grave para qualquer economia porque tem duas características importantes que a diferenciam de dívida doméstica: (i) o pagamento de juros empobrece o país e (ii) essa dívida só pode ser paga essencialmente com receitas de exportações (líquidas).

Em relação ao primeiro ponto, Adam Smith, na sua obra *A Riqueza das Nações* (1776, Book V, Chapter III), referia que um país não fica mais pobre ao pagar juros se a dívida for doméstica, dado que a despesa com juros de uns (e.g. Estado) constitui rendimento de residentes, que é poupado ou gasto em larga medida no próprio país criando emprego e gerando receitas fiscais. Contudo, se essa dívida for externa, o pagamento de juros é poder de compra que sai do país.

Por outro lado, a dívida externa e os juros que recaem sobre essa dívida são essencialmente pagos com receitas de exportações (líquidas)²⁵. Para níveis elevados de dívida externa, através do juro composto, a dívida e os juros que se pagam sobre essa dívida tendem a crescer mais rapidamente do que a actividade económica (i.e., medida por exemplo pelo PIB nominal), que pode

	IMPORTAÇÕES	EXPORTAÇÕES	EXPORTAÇÕES LÍQUIDAS
TOTAL	707,4	443,4	-264,1
MÁQUINAS E APARELHOS	145,1	81,9	-63,8
VEÍCULOS	100,2	61,8	-38,4
COMBUSTÍVEIS	80,0	16,3	-63,8
AGRÍCOLAS	62,1	17,3	-44,9
QUÍMICOS	61,1	19,2	-41,9
METAIS COMUNS	57,5	29,9	-27,6
PLÁSTICOS E BORRACHA	33,3	21,3	-11,9
MATÉRIAS TÊXTEIS	29,4	25,0	-4,4
ALIMENTARES	26,7	19,9	-6,8
OUTROS PRODUTOS	23,0	19,0	-4,0
VESTUÁRIO	19,1	42,3	23,3
PASTA E PAPEL	17,7	19,9	2,2
ÓPTICA E PRECISÃO	15,9	4,3	-11,6
MINERAIS E MINÉRIOS	11,9	22,0	10,1
MADEIRA E CORTIÇA	9,8	19,5	9,7
PELES E COURO	8,3	1,5	-6,8
CALÇADO	6,2	22,3	16,0

Tabela 1. Valor acumulado das importações, exportações e exportações líquidas de bens entre 1996 e 2010 por categoria de produto agregada classificação NC
(Fonte: INE, Comércio Internacional)

ser aqui interpretado como uma medida do rendimento que pode ser utilizado para pagar essa dívida. De facto, passivos externos líquidos crescentes exigem excedentes comerciais crescentes para evitar que o juro composto resulte numa dinâmica de crescimento de dívida externa insustentável.

O passivo externo líquido de Portugal, assim como o de outros países sujeitos à crise de dívida soberana da zona Euro, atingiu níveis historicamente sem precedentes para países de média dimensão (Cabral, 2009, 2010, 2011a, 2011b)²⁶. O juro composto faz a dívida externa crescer muito mais rapidamente que a economia portuguesa. Portanto, no caso português, para pagar essa dívida externa nacional integralmente o país teria de aumentar muito substancialmente as suas exportações líquidas, ou seja, aumentar as suas exportações e reduzir significativamente as suas importações. Teria de passar a registar substanciais excedentes comerciais durante mais de uma década, algo que o país nunca foi capaz de fazer desde, pelo menos, meados do século XX.

Foi referido acima que o país nunca registou um excedente anual da balança de bens e serviços desde 1953, e que o

b) Transferências correntes mais elevadas: fluxos migratórios para o exterior poderão tornar a balança de transferências correntes mais favorável para o país; mas, a emigração de força de trabalho no grupo etário mais produtivo e qualificado tenderá a resultar numa diminuição da taxa de crescimento da procura interna e da taxa de crescimento potencial da economia com efeitos negativos na dinâmica de crescimento da dívida externa.

c) Redução acentuada da procura interna, com redução das importações e consequente aumento das exportações líquidas, pode gerar excedentes da balança corrente, que seriam utilizados para pagar dívida externa; contudo, fortes reduções da procura interna (e do PIB) tendem igualmente a resultar numa dinâmica insustentável de crescimento da dívida externa; por outro lado, reduções abruptas e indiscriminadas das importações podem, de igual modo, resultar em diminuições da produção (e da produtividade) e, por essa via, resultar em quedas das exportações. Em síntese, a dívida externa só pode ser paga, de forma sustentável, através de um aumento das exportações líquidas, baseado sobretudo no crescimento das exportações. A política económica com o objectivo de reduzir importações, provavelmente necessária em algum grau no caso português (FMI, 2011; Nascimento Rodrigues, 2010; Cabral, 2011a), deveria ser desenhada de forma a minimizar o impacto no PIB, no emprego, no investimento, na produtividade e nas exportações.

26. Se se excluir o caso da dívida externa da Alemanha em 1921/22 associado às reparações da I Guerra Mundial exigida pelos Aliados.

	PIB Nominal (taxa de crescimento de 4%)	Passivo externo líquido (-PII, p.f.p)	Passivo externo líquido (-PII, p.f.p)	Défice balança comercial	Necessidades líquidas de financiamento da economia
	(€ mil milhões)			(% do PIB)	
2010	172,7	185,6	107,5%	6,5%	8,5%
2011	179,6	195,8	109,0%	3,0%	5,7%
2012	186,8	197,2	105,6%	-2,0%	0,7%
2013	194,3	190,6	98,1%	-6,0%	-3,8%
2014	202,0	182,9	90,5%	-6,0%	-4,1%
2015	210,0	174,2	82,9%	-6,0%	-4,1%
2016	218,5	164,3	75,2%	-6,0%	-4,5%
2017	227,2	153,2	67,4%	-6,0%	-4,9%
2018	236,3	140,8	59,6%	-6,0%	-5,3%
2019	245,8	127,0	51,7%	-6,0%	-5,6%
2020	255,6	111,6	43,6%	-6,0%	-6,0%
2021	265,8	94,6	35,6%	-6,0%	-6,4%
2022	276,6	75,8	27,4%	-6,0%	-6,8%
2023	287,5	55,1	19,2%	-6,0%	-7,2%
2024	299,0	32,5	10,9%	-6,0%	-7,6%
2025	311,0	7,7	2,5%	-6,0%	-8,0%

Tabela 2. Simulação da trajetória do passivo externo líquido de Portugal
(estimativas do autor)

défice comercial médio da mesma foi de 7,4% do PIB entre 1953 e 2010. Em 2010 o défice da balança de bens e serviços foi de 6,5% do PIB. Com base em algumas hipóteses simplificadoras é possível extrapolar a trajetória do passivo externo líquido em vários cenários. Em particular, o autor estima que, se não ocorrer uma reestruturação de dívida (Cabral, 2009, 2010) ou transferências unilaterais maciças de outros países, para o país pagar integralmente a sua dívida externa seria necessário que Portugal passasse a registar um excedente na balança de bens e serviços de cerca de 6% do PIB durante mais de uma década e registasse uma taxa de crescimento nominal média de 4% ao ano (ver Tabela 2)²⁷. Nessas circunstâncias seria possível em 2025 voltar a atingir um passivo externo líquido similar ao registado no início de 1996 (7,7% do PIB).

Em suma, para alterar a situação e colocar a dívida externa numa trajetória sustentável seria necessário um ajustamento externo sem precedentes e sustentado ao longo de mais de uma década. Isso teria de ocorrer numa altura em que vários dos principais mercados internacionais, destino das exportações nacio-

nais, estão igualmente sujeitos à crise de dívida soberana e a empreender medidas de política económica similares.

Na prática, é irrealista esperar, no âmbito da União Económica e Monetária e com as regras vigentes da política de concorrência da União Europeia, que seja possível ao país ter um tal comportamento das suas exportações líquidas. Em todos os precedentes históricos, as economias afectadas acabaram por se ver obrigadas a reestruturar a sua dívida externa (Cabral, 2010, 2011a).

5. Conclusões

Até ao 1.º trimestre de 1996 a Posição de Investimento Internacional do país – PII (simétrico do passivo externo líquido, que é a medida da dívida externa adoptada neste artigo) evoluiu em média de forma sustentável, apesar das crises de financiamento externo que impuseram o recurso ao FMI em 1977 e 1983/84.

A PII, que no final do 1.º trimestre de 1996 representava -7,7% do PIB, passou

27. A trajetória futura do passivo externo líquido do país é determinada em elevado grau pelas hipóteses que sejam feitas em relação à taxa de crescimento nominal da economia, taxa de juro média sobre o passivo externo líquido e ao défice da balança de bens e serviços. Assume-se uma taxa de crescimento nominal do PIB de 4%, que é ligeiramente inferior à média histórica entre 1995 e 2010 (4,5%) mas superior à registada entre 2000 e 2010 (3,1%). Essa taxa de crescimento nominal é provavelmente demasiado optimista (resultando numa trajetória de dívida externa mais favorável) tendo em conta que o país teria de implementar severas medidas de austeridade para assegurar excedentes da balança comercial de 6% do PIB durante mais de uma década. Assume-se ainda uma taxa de juro média sobre o passivo externo líquido de 5%.

**No caso português,
para pagar a dívida
externa integralmente
o país teria de passar
a registar substanciais
excedentes comerciais
durante mais de uma
década, algo que
Portugal nunca foi
capaz de fazer desde,
pelo menos, meados
do século XX**

para -107,5% do PIB no final de 2010.

Esta brutal subida do passivo externo líquido nacional resulta na sua ausência de uma procura interna do país superior à sua produção (PIB).

A análise efectuada neste artigo da balança de transacções correntes (1953-95) e da balança corrente e de capital (1996-2010) permite concluir que, desde 1953, o país:

a) importa mais do que exporta – “vive acima das suas possibilidades”;

b) não há um único ano entre 1953 e 2010 em que o país tenha tido um excedente na balança de bens ou na balança de bens e serviços;

c) que a questão que se coloca é a de saber porque razão não existia um problema de dívida externa até 1995 e porque é que desde então o passivo externo líquido cresceu tão rapidamente.

O autor defende que:

a) a origem dos desequilíbrios externos portugueses era, é e continuará a ser o elevado défice da balança de bens;

b) até 1995, apesar do país gastar, em média, mais do que produzia, a trajetória de dívida externa seria sustentável em resultado de sucessivas desvalorizações cambiais;

c) os principais efeitos favoráveis das desvalorizações cambiais não seriam sobre a balança de bens e serviços (que poderia ocorrer em algum grau no curto prazo), mas sim sobre o excedente da balança de transferências unilaterais, sobre o défice da balança de rendimentos e sobre a PII;

d) após 1995, com a estabilidade cambial, e posteriormente com o euro, esse efeito desaparece, levando a uma dinâmica de crescimento insustentável do passivo externo líquido (deterioração da PII) e a um progressivo aumento das necessidades líquidas de financiamento da economia;

e) portanto, o efeito da adesão ao euro na dívida externa dá-se através do impacto dessa adesão no valor de mercado dos activos e passivos financeiros do país (PII), na balança de rendimentos e na balança de transferências correntes e não através do comportamento das exportações e importações como tem sido generalizadamente defendido;

f) a análise dos dados apresentados neste artigo indica que a elevada dívida externa nacional resulta, fundamentalmente, do elevado défice acumulado

na balança de bens (que explica 130% do aumento do passivo externo líquido entre o 1.º trimestre de 1996 e o 4.º trimestre de 2010) e, de forma crescente, dos juros que o país paga ao exterior para financiar essa dívida externa (que explica 34% desse aumento do passivo externo líquido);

g) identificando os principais determinantes do défice acumulado da balança de bens destacam-se cinco categorias de produtos pelo seu elevado impacto quer nas importações de bens, quer nas exportações líquidas de bens: máquinas e aparelhos, veículos e outro material de transporte, combustíveis minerais, produtos agrícolas e produtos químicos (que representam 63% das importações de bens e 95% do défice da balança de bens acumulado nesse período);

h) é principalmente nestas cinco categorias de bens que importaria intervir por forma a reduzir o défice da balança de bens e assim melhorar a dinâmica de crescimento do passivo externo líquido do país.

Finalmente, procurou-se demonstrar neste artigo que a dívida externa do país (medida pelo passivo externo líquido) está em níveis claramente insustentáveis e com uma trajetória de crescimento que é, na prática, considerando a evolução histórica da balança de bens e serviços nacional, irreversível. Para alterar a situação e colocar a dívida externa numa trajetória sustentável seria necessário um ajustamento externo sem precedentes e sustentado ao longo de mais de uma década. Isso teria de ocorrer num contexto em que vários dos principais mercados das exportações nacionais estão igualmente sujeitos à crise de dívida soberana e a empreender ajustamentos domésticos e externos similares.

Portanto, não é realista pensar que o ajustamento externo que tem de ser feito seja possível utilizando medidas de política económica convencionais, nomeadamente aquelas contempladas e adoptadas no âmbito dos recentes acordos com a União Europeia e com o FMI (vulgo, acordo com a troika).

Referências

Alcidi, Cinzia e Daniel Gros (2010) “Is Greece different? Adjustment difficulties in southern Europe”, VoxEU.org, 22 de Abril.

Cabral, Ricardo (2009) “Portugal’s competitiveness: dealing with the unpalatable”, Mimeo, GPEARI, Lisboa: Ministério das Finanças e da Administração Pública.

(2010) “The PIGS’ external debt Problem”, VoxEU.org, 8 de Maio.

(2011a) “The troika should target the trade and the income balance deficits”, VoxEU.org, 15 de Maio.

(2011b) “A solução está nas nossas mãos” Conferência Internacional OTOC/ IDEFF “E Depois da Troika?” Centro de Congressos de Lisboa, 4 de Julho.

FMI (2003) *External Debt Statistics: A Guide for Compilers and Users*, Washington, DC: International Monetary Fund.

(2009) *Balance of Payments and International Investment Position Manual* (6th edition), Washington, DC: International Monetary Fund.

(2010) “Portugal: Staff Report; Public Information Notice on the Executive Board Discussion; and Statement by the Executive Director for Portugal”, *IMF Country Report No. 10/18* (January)

(2011) “Portugal: Request for a Three-Year Arrangement Under the Extended Fund Facility”, *IMF Country Report No. 11/127* (June).

Gros, Daniel e Thomas Mayer (2011) “Debt reduction without default?”, CEPS Policy Brief No. 233 (February).

Nascimento Rodrigues, Jorge (2010) “O problema principal é o défice externo” (Entrevista com Ricardo Cabral), *Expresso*, 2 de Outubro.

Reinhart, Carmen, Kenneth Rogoff e Miguel Savastano (2003) “Debt Intolerance”, *Brookings Papers on Economic Activity*, 1:1-74.

Sinn, Hans-Werner e Timo Wollmershäuser (2011a), “Target Loans, Current Account Balances and Capital Flows: The ECB’s Rescue Facility” CESifo Working Paper Nr. 3500, 24 June.

Smith, Adam (1776) *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations* (5th edition, 1904) London: Methuen and Co., Ltd., ed. Edwin Cannan.