

# **Conferência**

## **“Vamos avaliar a TROIKA”**

### **V – Painel**

#### **“Alguma luz ao fundo do túnel?”**

**Sérgio Gonçalves do Cabo**

Mestre em Direito das Comunidades Europeias

Professor no IDEFF e no IE

# Os programas de assistência financeira são a resposta para a crise das dívidas soberanas?

- Diferentes dívidas
- Diferentes crises
- Diferentes respostas
- Diferentes resultados finais

# Grécia

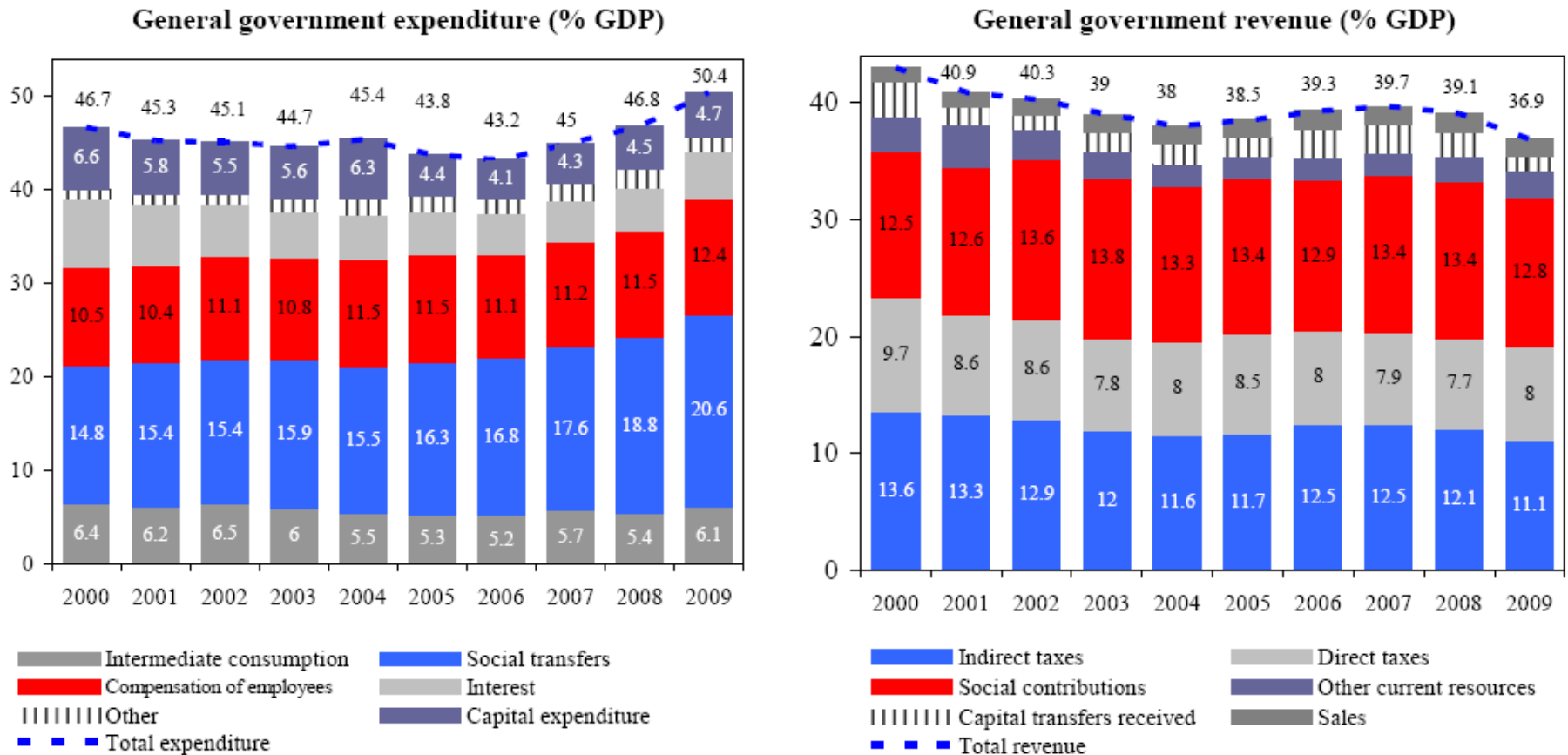
- Entre 2000 e 2009 a Grécia teve um crescimento médio anual do PIB em termos reais próximo dos 4%
- Em 2009 o rendimento médio dos gregos correspondia a 90% da média europeia
- Quais são os factores que explicam este crescimento?
  - Crescimento da procura interna provocado por aumentos dos salários em termos reais, sobretudo no sector público
  - Aumento do crédito suportado por baixas taxas de juro
  - Política orçamental expansionista

# Grécia

- Como é que este modelo de crescimento económico foi financiado?
- Fundamentalmente através da concessão de crédito e pelo aumento da despesa pública
- Entre 2000 e 2009 o sector público grego cresceu de 44% para 50% do PIB

# Grécia

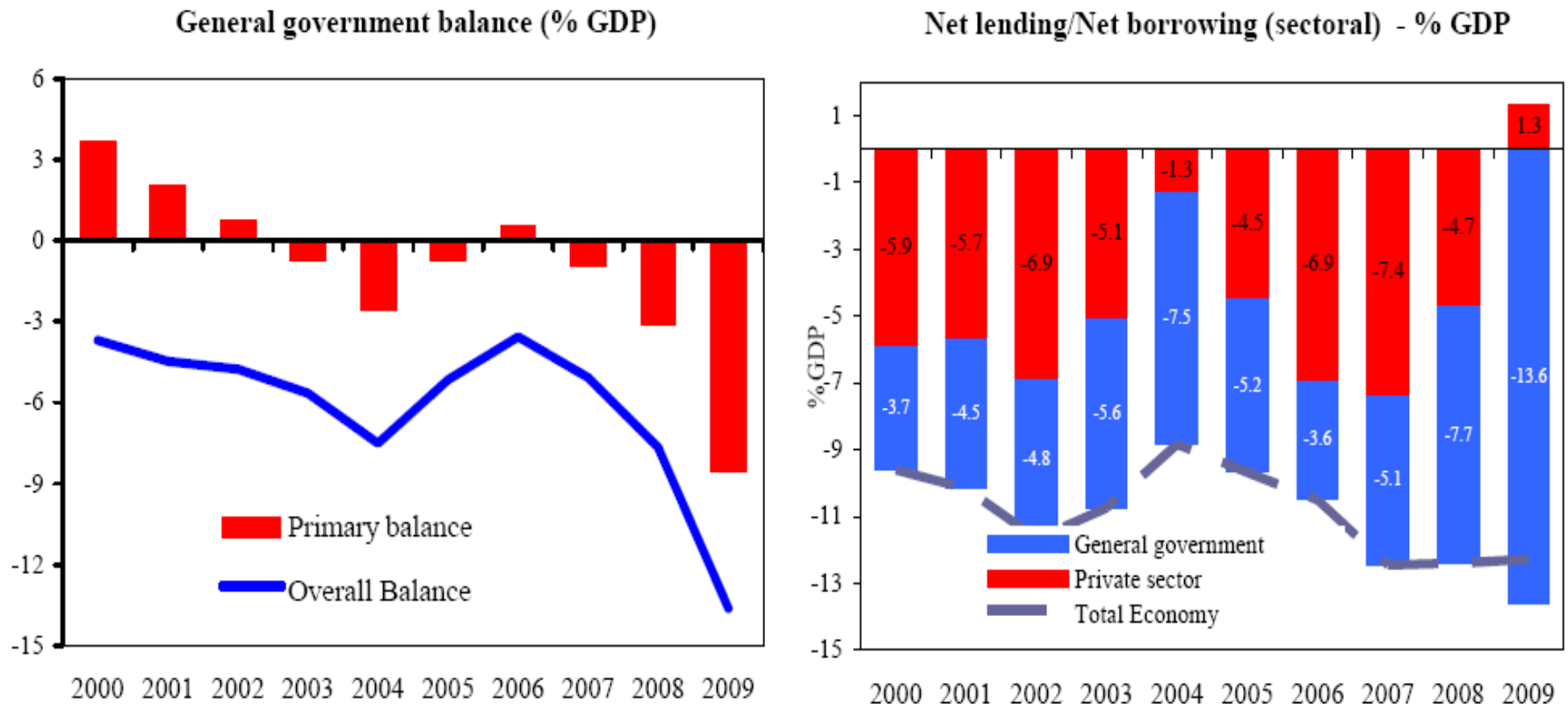
Figure 3: Greece - Government expenditure and revenue



# Grécia

- O que conduziu a défices persistentes e sucessivos e a necessidades de financiamento crescentes

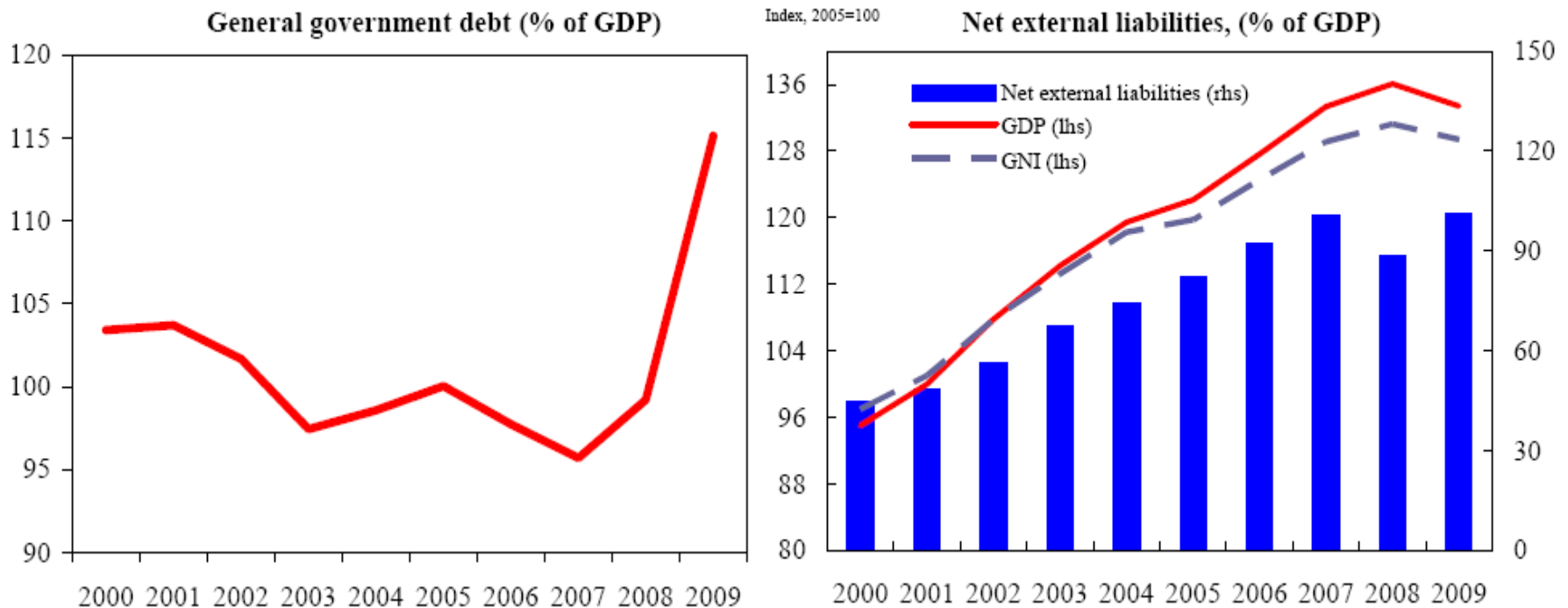
Figure 2: Greece - Government finances



# Grécia

- Em 2009 a dívida pública grega (líquida) atingiu 115% do PIB contra 103% em 2000 e a dívida externa (líquida) atingiu 100% do PIB em 2009 contra 45% em 2000.
- $\frac{3}{4}$  do total da dívida externa grega pertencem ao sector público

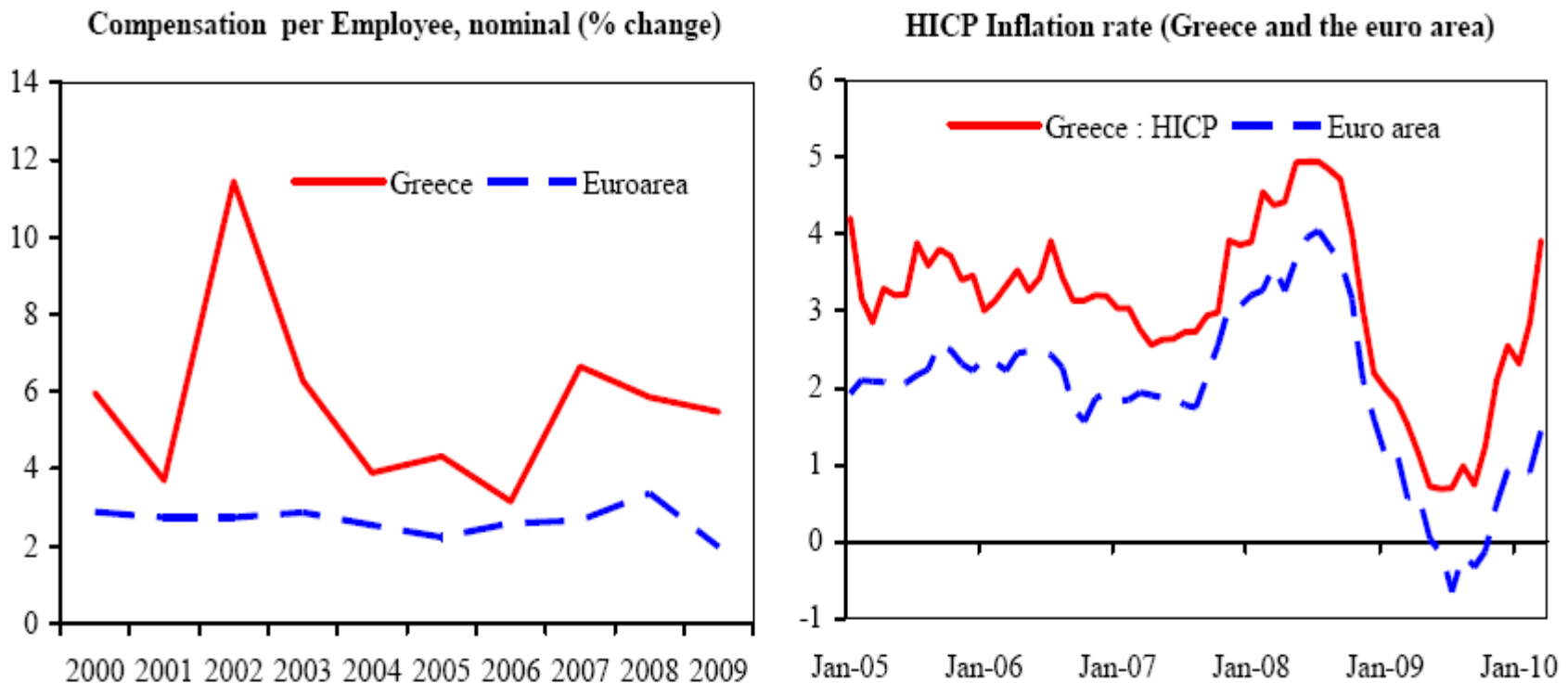
Figure 5: Greece - Government and external debt



# Grécia

- Além disso, a Grécia teve significativas perdas de competitividade devido a aumentos salariais e a uma taxa de inflação mais elevada que a registada nos restantes países da zona euro

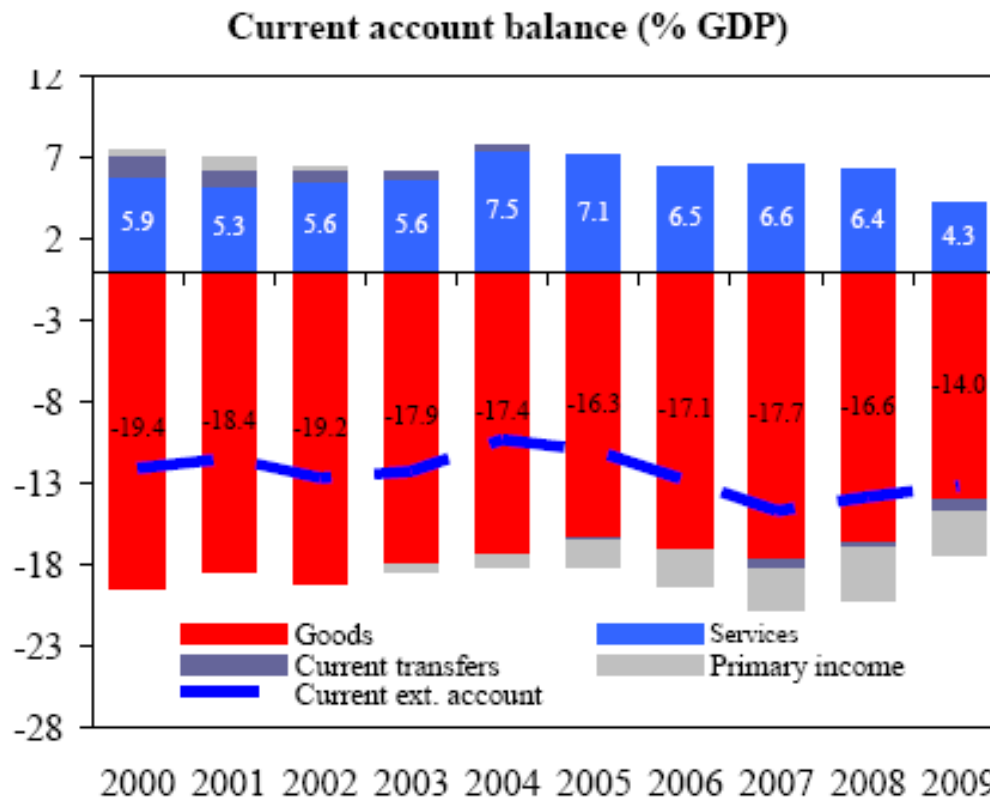
Figure 4: Greece - Competitiveness developments





# Grécia

- E teve um enorme aumento do déficit externo



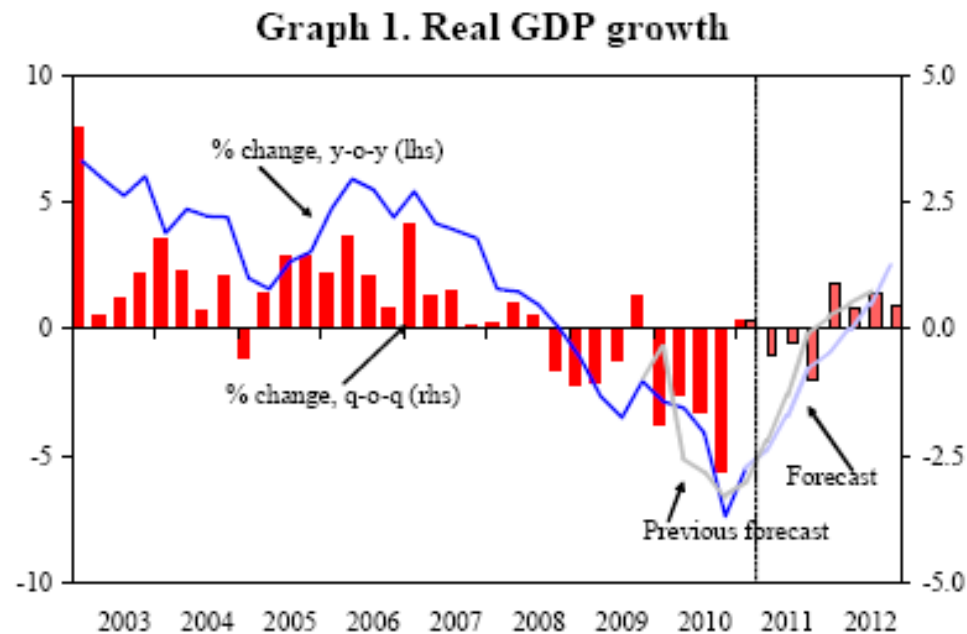
Repare-se no perfil das exportações e das importações da Grécia (serviços contra mercadorias)

# Grécia

- Tudo corria bem enquanto se mantivessem as condições de financiamento
- Por isso, a crise grega foi inicialmente encarada como um problema de acesso aos mercados, como um problema de financiamento, como um problema de liquidez
- E, supostamente, seria resolvida mediante concessão de empréstimos bilaterais + MEEF (o programa de ajustamento previa o regresso da Grécia aos mercados em 2012)
- No entanto, a história foi outra e de todos bem conhecida
- As políticas de austeridade agravaram as condições de funcionamento da economia, de tal forma que um problema de financiamento transformou-se num problema de solvabilidade (resta saber se não era, desde o início, um problema de solvabilidade, o que porventura, teria exigido outro tipo de resposta, em vez da austeridade ... que, no entanto, e essa é a questão de fundo, a União Europeia não estava [como continua a não estar] em condições de dar)

# Grécia

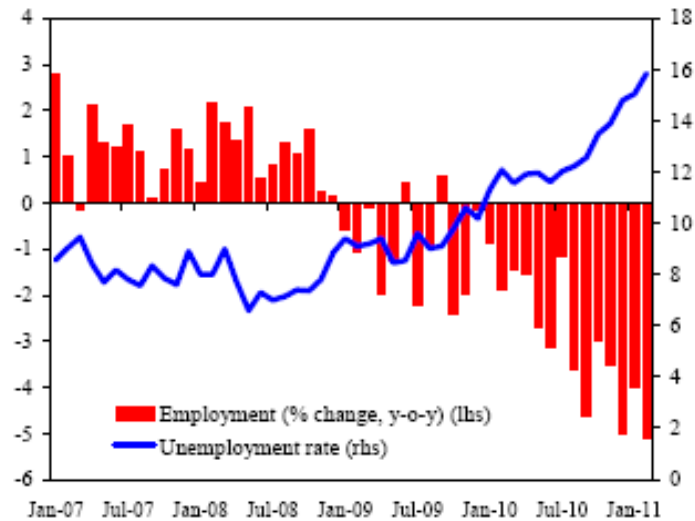
... alguns quadros retirados da 4.ª revisão do programa de ajustamento Grego de Julho de 2011 falam por si ...



Source: EL.STAT and Commission services.

# Grécia

Graph 5. Employment and unemployment rate



Source : EL.STAT (labour force survey).

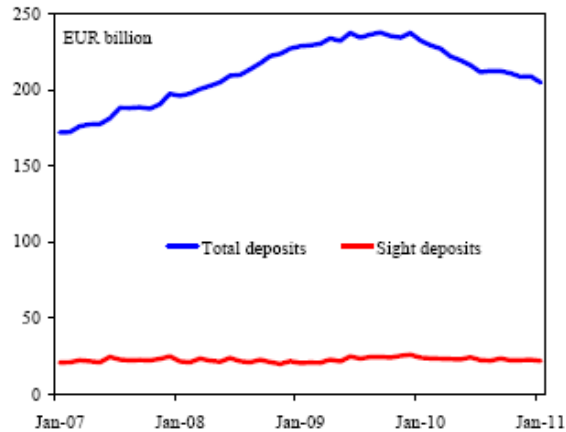
Graph 6. Nominal unit labour cost (annual growth rate)



Source : EL.STAT and Eurostat.

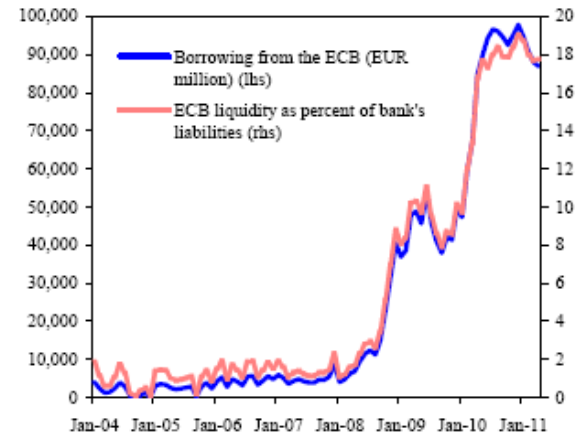
# Grécia

**Graph 11. Bank deposits**



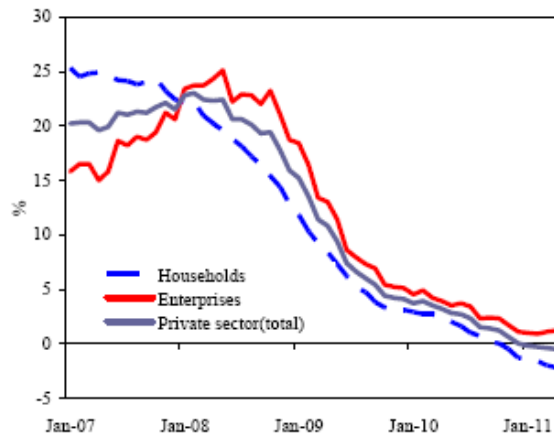
Source: Bank of Greece

**Graph 12. Greek banks' borrowing from the Eurosystem**



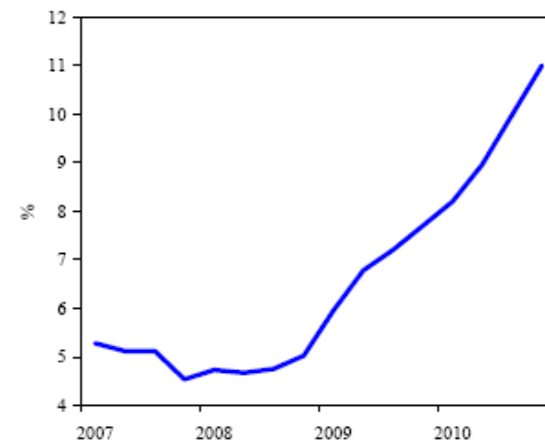
Source: DMF, IFS

**Graph 13. Credit to private sector (percent change, y-o-y)**



Source: Bank of Greece

**Graph 14. Non-performing loans**



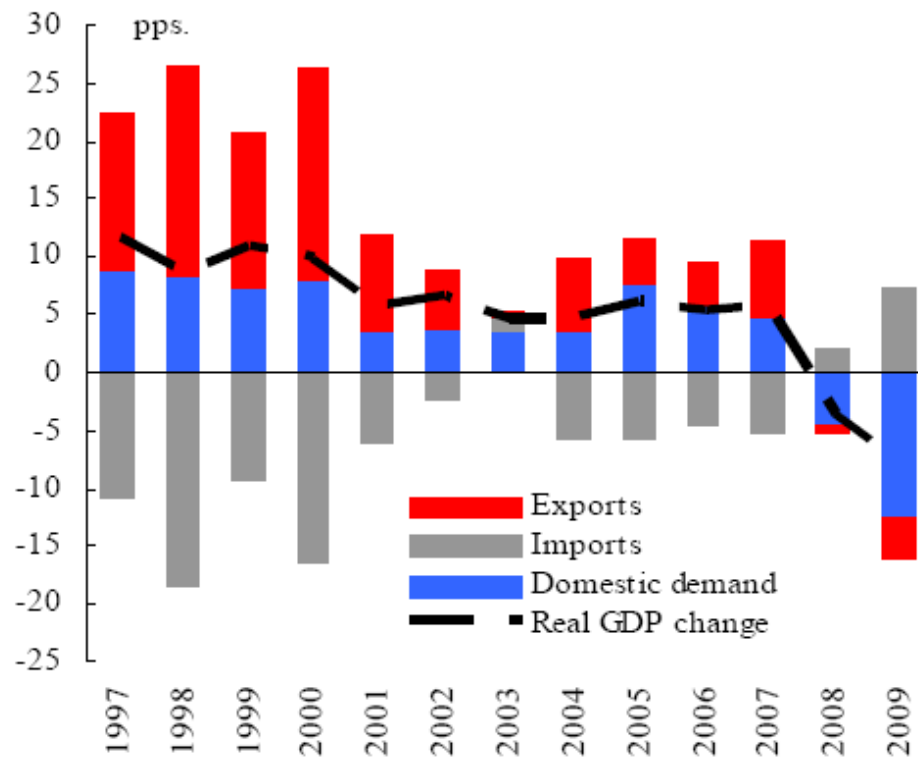
Source: Bank of Greece

# Irlanda

- O crescimento económico da Irlanda entre 1996 e 2006 foi absolutamente impressionante.
- De 83% da média europeia em 1996 o PIB *per capita* da Irlanda atingiu 113% da média europeia em 2006.
- O milagre económico irlandês assentou na captação de investimento estrangeiro e em condições fiscais favoráveis ao investimento.
- As exportações cresceram, em média, 18% entre 1996 e 2000, e os ganhos de produtividade passaram do sector dos bens transacionáveis para o sector dos bens não transacionáveis.
- O emprego cresceu 54% entre 1996 e 2006 e as taxas de desemprego baixaram, mesmo com aumento da imigração.
- Contudo, a partir de 2004, o contributo das exportações para o crescimento económico começou a diminuir e foi progressivamente substituído por um aumento da procura interna, sobretudo no sector da construção civil.
- Em cinco anos (entre 2001 e 2006) as exportações cresceram, em média, 5%, contra os 18% dos cinco anos anteriores.

# Irlanda

**Figure 1: Contributions to real GDP growth (in pps.)**



Source: AMECO

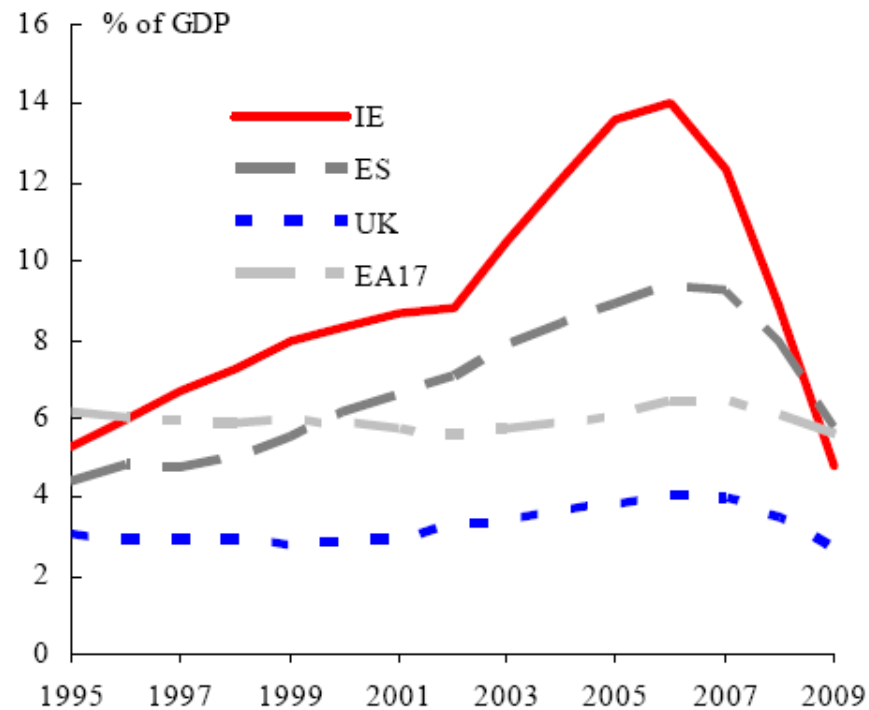
# Irlanda

- O problema é que o aumento da procura interna estimulado por baixas taxas de juro e acesso fácil ao crédito traduziu-se num aumento muito significativo da compra de bens de consumo e habitação
- O endividamento das famílias e das empresas aumentou para níveis muito superiores à média europeia e os preços das casas subiram de tal maneira que a percentagem de trabalhadores da construção civil na Irlanda era o dobro da média europeia.
- A compra de casas para habitação foi estimulada pela expansão do crédito e pela dedutibilidade fiscal dos juros e amortização.



# Irlanda

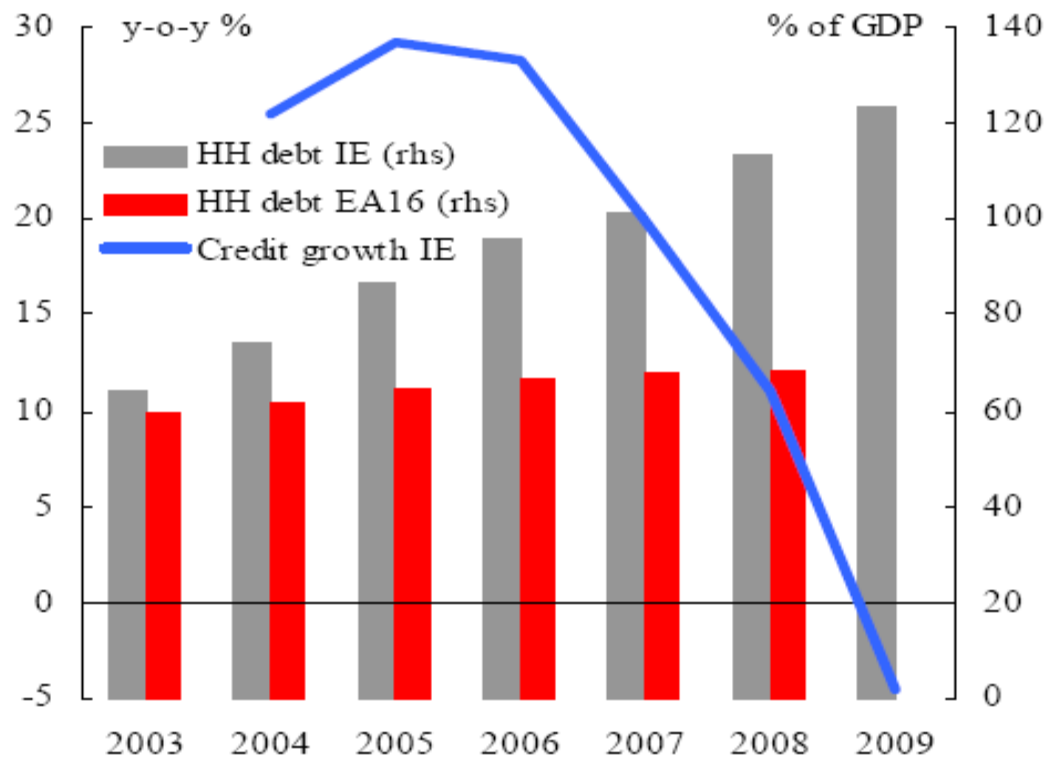
**Figure 4: Investment in dwellings (% of GDP)**



Source: AMECO

# Irlanda

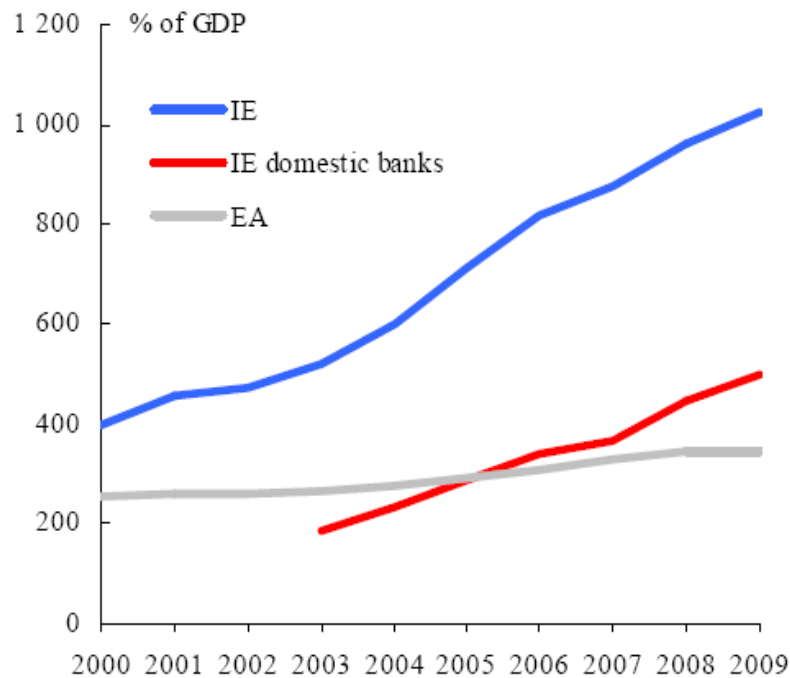
**Figure 2: Private Sector Credit growth (y-o-y %) and household debt (% of GDP)**



*Source: Irish Central Bank, Eurostat*

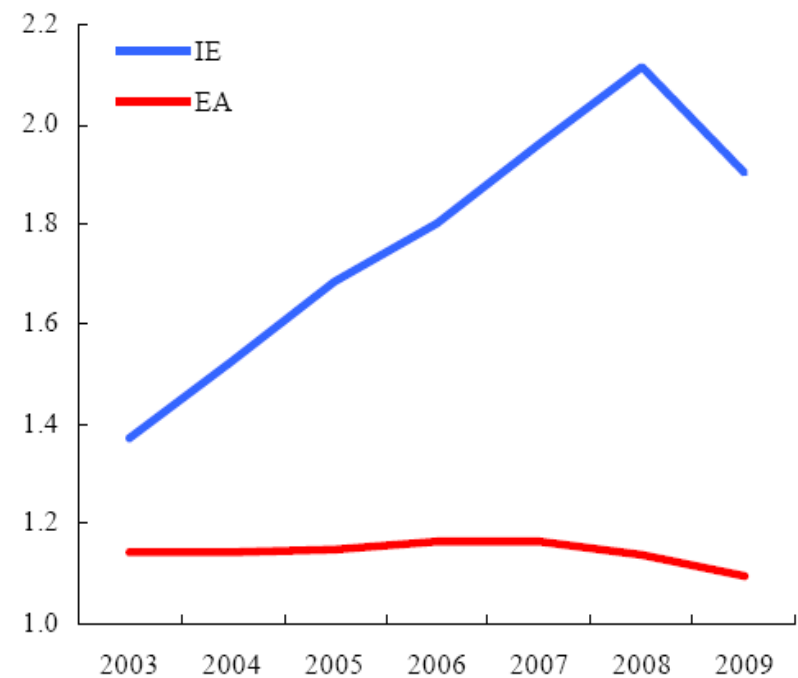
# Irlanda

**Figure 9: Banking sector assets (% of GDP)**



Source: Irish Central Bank

**Figure 10: Loan-to-deposit ratio, loans to residents**

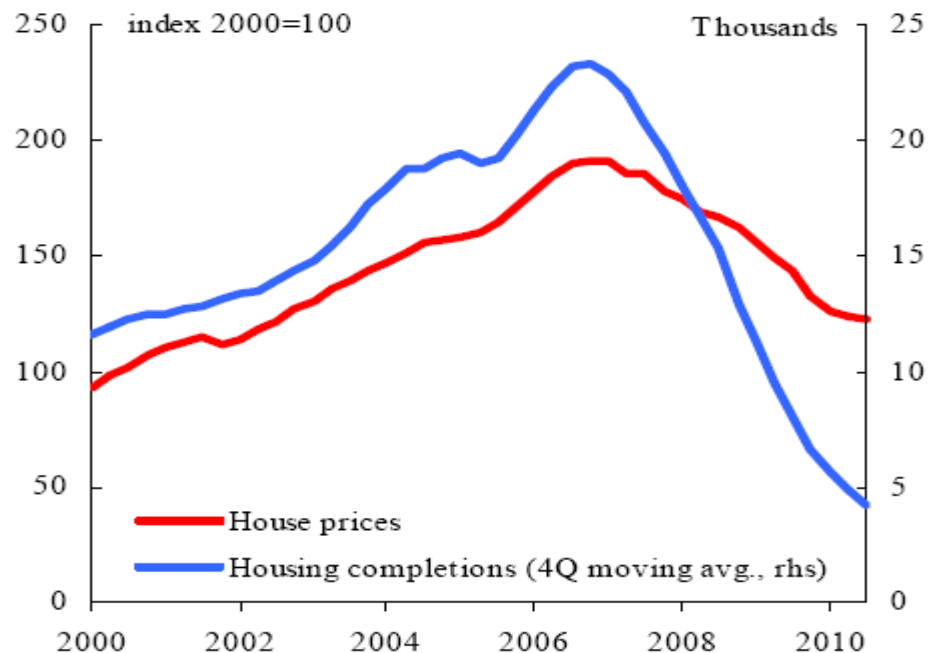


Note: For Ireland, domestic banking system only  
Source: Irish Central Bank, ECB

# Irlanda

Como é evidente esta situação não era sustentável e a partir de 2006, começaram a acumular-se os sinais de crise no sector da construção: os preços das casas começam a cair e as vendas também, mas, sobretudo, as casas já nem sequer eram acabadas o que deu origem a várias cidades fantasma

**Figure 5: House prices (index, 2000=100) and housing completions (4Q moving average)**



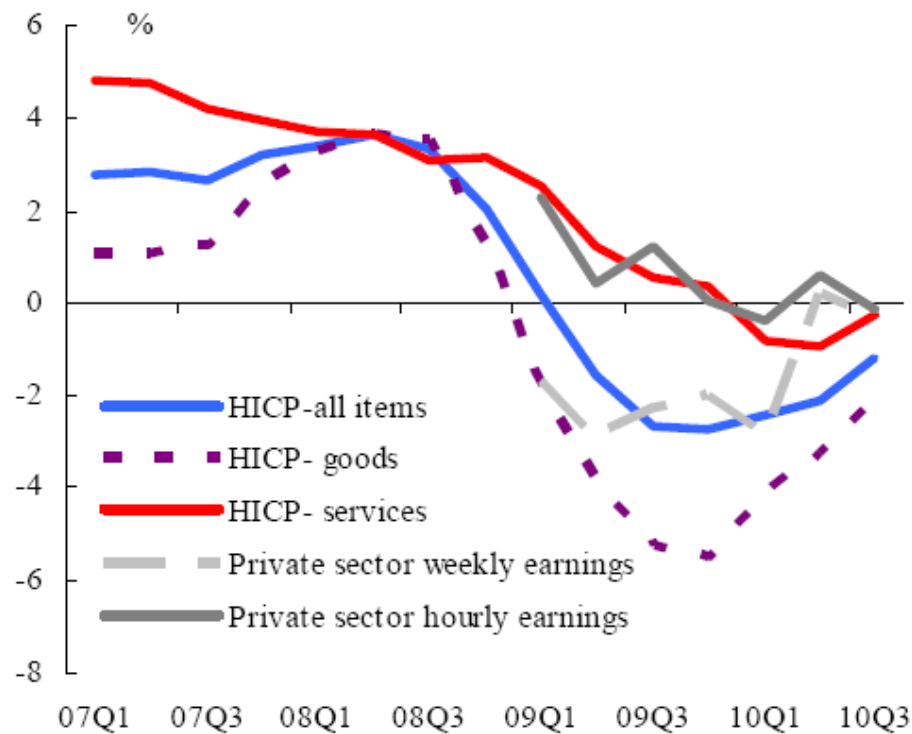
*Source: Department of the Environment, Heritage and Local Government*

# Irlanda

- No final de 2010 os preços das casas tinham caído 38% em relação a 2006. Também o preço dos terrenos para construção caiu abruptamente . O problema é que a maior parte das transacções de casas e terrenos assentou na concessão de crédito e a perda de valor dos activos gerou um enorme problema no balanço dos bancos.
- A crise no sector da construção foi agravada pela redução da procura externa dirigida à economia irlandesa devido à recessão que se instalou a partir de 2008 na zona euro, Reino Unido e Estados Unidos.
- Entre 2008 e 2010 o PIB irlandês caiu 11% em termos reais e 17% em termos nominais. Apesar da emigração, a taxa de desemprego atingiu 13,5% em 2010 quando era de 4,5% em 2007.
- Grande parte do desemprego deu-se no sector da construção civil.
- A deflação instalou-se: os preços e os salários caíram entre 2008 e 2010 o que agravou as condições de pagamento das dívidas.

# Irlanda

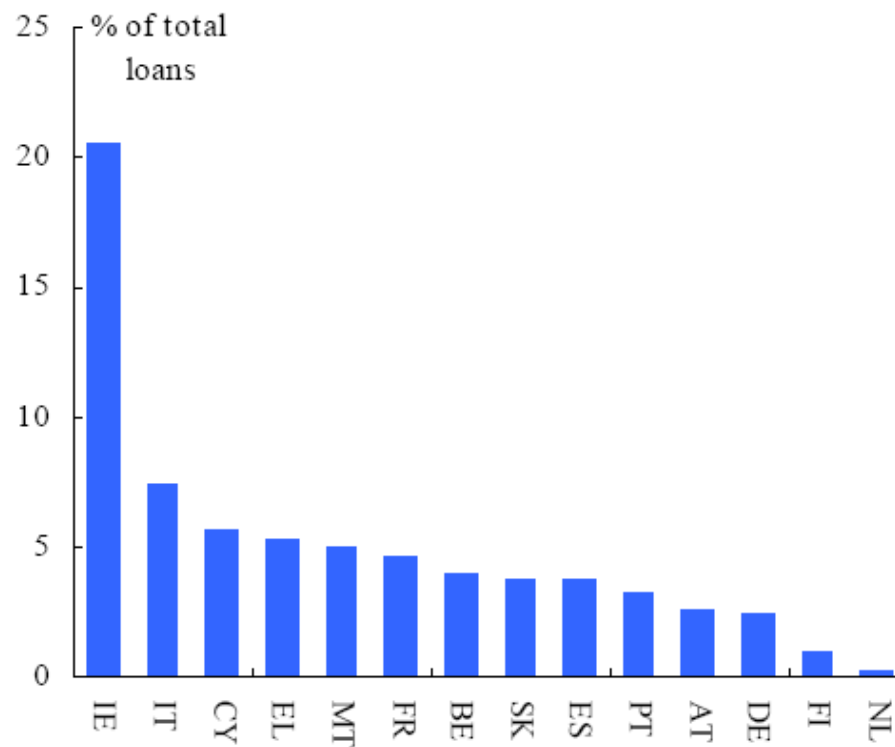
**Figure 11: Annual changes in consumer prices and private sector wages**



Source: Eurostat, CSO

# Irlanda

**Figure 14: Non-performing loans, domestic banking system, H1 2010**

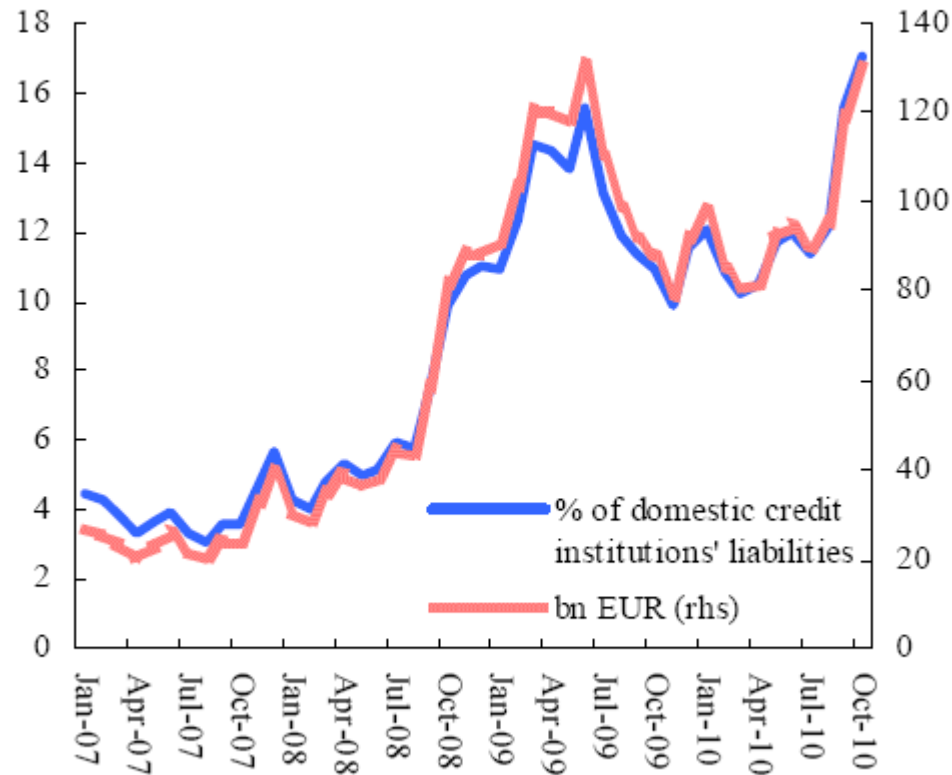


*Source: ECB*

# Irlanda

A saída de capitais em 2008, 2009 e 2010 e a impossibilidade de acesso ao MMI tiveram como consequência a redução das fontes de financiamento dos bancos ...

**Figure 15: Eurosystem lending to banks in Ireland**



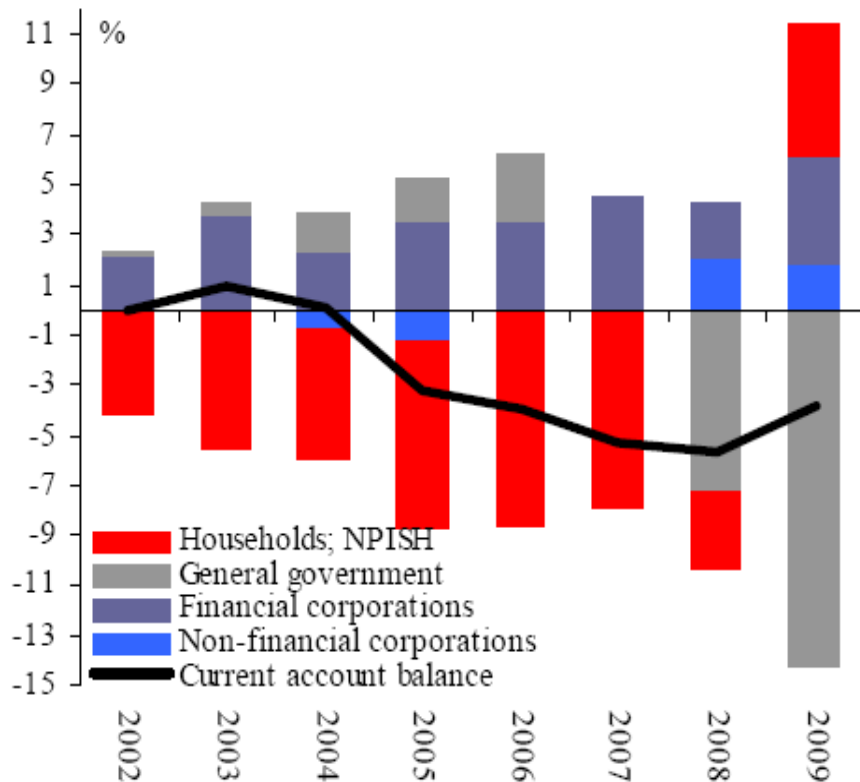
*Source: ECB and Central Bank of Ireland*



# Irlanda

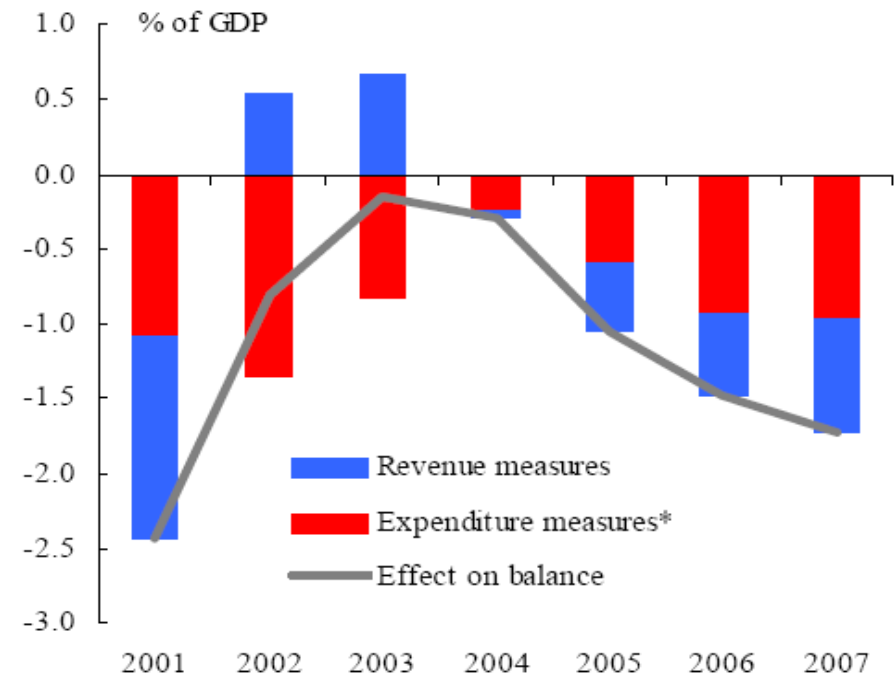
... E conduziram a uma transferência das necessidades de financiamento do sector privado para o sector público ...

**Figure 7: Current account balance and sectoral net lending**



Source: AMECO

**Figure 8: Fiscal policy stance - discretionary measures in the budgets for 2001-2007**



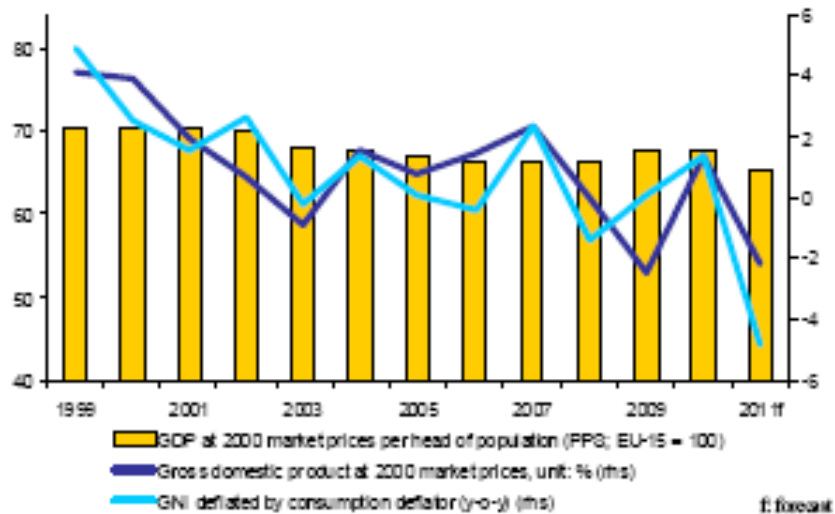
\*a negative sign signals an expenditure increase

Source: Commission Services' calculations using information from annual budgets - ex-ante estimates of full-year effect of new budgetary measures (non cumulative, cash).

# Portugal

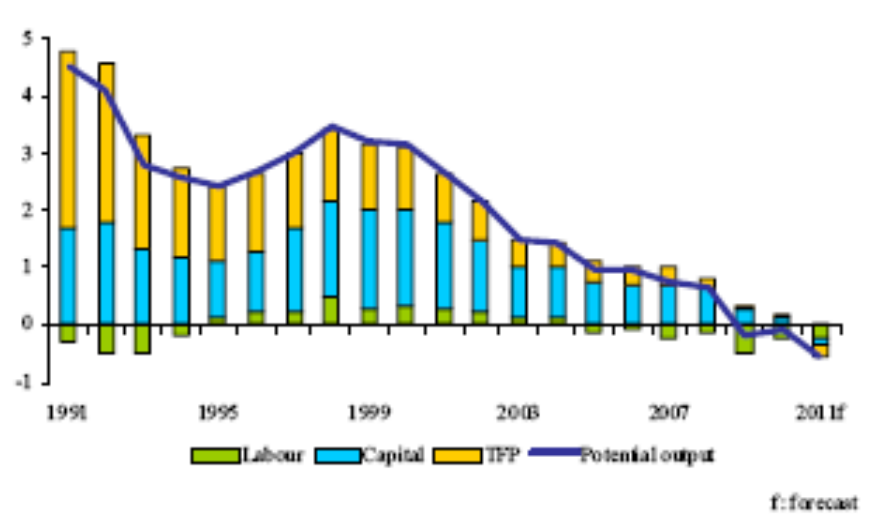
- No conjunto dos países do ajustamento a situação portuguesa é a mais complexa
- Por um lado, regista-se uma estagnação no crescimento económico durante mais de uma década com quebra do produto potencial

Graph 1: GDP per capita (EU15=100), real GDP and GNI growth



Source: Commission services

Graph 2: Potential output growth

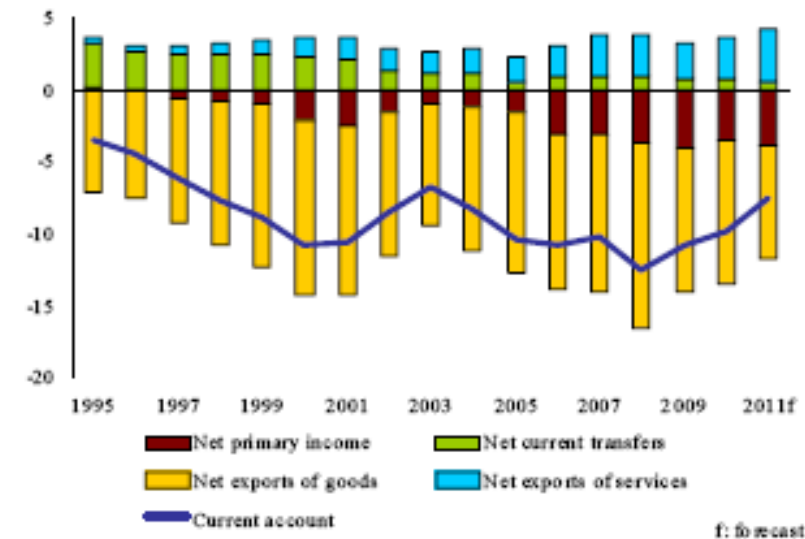


Source: Commission services

# Portugal

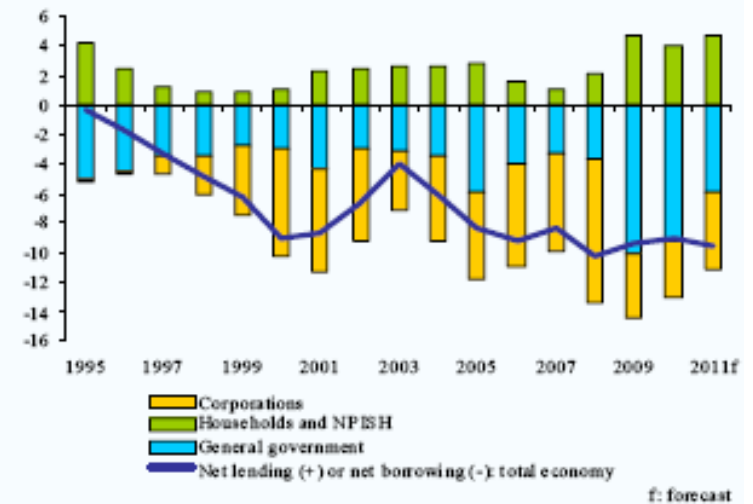
- Por outro lado, Portugal perdeu competitividade externa e quota nos mercados de exportação e acumulou défices muito significativos na balança de transacções correntes financiados pelo exterior

Graph 4: Current account composition (% of GDP)



Source: Commission services

Graph 5: Net lending (+) or net borrowing (-) (% of GDP)

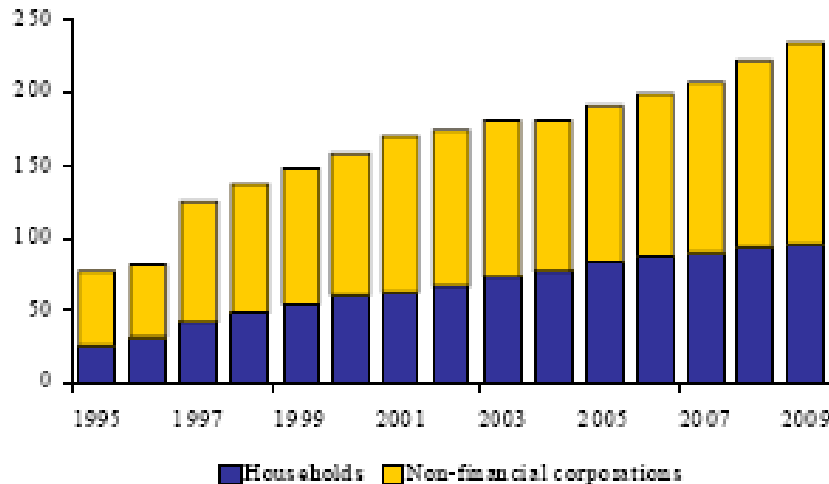


Source: AMECO - Commission services

# Portugal

- O aumento da procura interna financiado pelo endividamento conduziu a uma acumulação de dívida pelo sector privado que em 2009 ultrapassou 200% do PIB
- O rácio de transformação de depósitos atingiu uma média no sistema bancário de cerca de 160%, ultrapassando nalguns casos os 200%

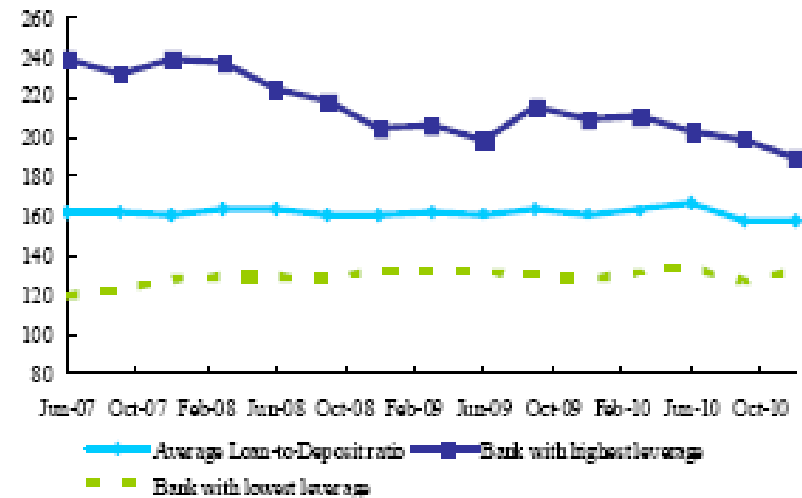
Graph 7: Private indebtedness (% of GDP)



Note: Private indebtedness has been defined as the sum of liabilities in loans and securities other than shares.

Source: AMECO

Graph 8: Loan to deposit ratio



Source: Banco de Portugal

# Portugal

- Para além dos problemas de excesso da procura interna financiado pelo exterior através da intermediação do sistema bancário, a partir de 2009 Portugal passou também a ter um problema de finanças públicas, em parte explicado pela recessão (nesse ano o PIB caiu -2,6%) mas também por uma política orçamental expansionista (redução do IVA e aumento dos salários no sector público) e por alterações na composição estatística do sector público administrativo.

**Quadro 1: Reporte do défice e da dívida das Administrações Públicas e fornecimento de dados associados**

Estado Membro: Portugal Dados em milhões de euros Data: 28/09/2009	Códigos SEC 95	Ano				
		2005 Final	2006 Final	2007 Final	2008 Provisório	2009 Previsto
<b>Capacidade (+)/necessidade (-) líquida de financiamento</b>	PDE B.9					
Administrações Públicas	S.13	<b>-9 082,9</b>	<b>-6 091,8</b>	<b>-4 218,1</b>	<b>-4 456,1</b>	<b>-9 658,7</b>
- <i>Administração Central</i>	S.1311	-9 145,4	-6 715,6	-5 216,4	-5 575,4	-10 292,4
- <i>Administração Local</i>	S.1313	- 425,5	40,6	- 131,8	- 136,7	41,6
- <i>Fundos de Segurança Social</i>	S.1314	488,0	583,2	1 130,2	1 256,0	592,1
<b>Dívida Bruta das Administrações Públicas (consolidada)</b>		Final	Final	Final	Provisório	Previsto
<b>Valor nominal no final do ano</b>		<b>94 791,7</b>	<b>100 522,0</b>	<b>103 702,0</b>	<b>110 376,6</b>	<b>121 630,0</b>
<i>Por categoria</i>						
Moeda e depósitos	AF.2	11 185,2	13 013,2	13 678,9	12 925,3	
Títulos excepto acções, excluído derivados financeiros	AF.33	76 120,9	80 168,9	81 822,2	90 919,2	
<i>Curto Prazo</i>	AF.331	12 109,8	8 900,6	9 286,8	15 286,1	
<i>Longo Prazo</i>	AF.332	64 011,1	71 268,3	72 535,4	75 633,1	
Empréstimos	AF.4	7 485,6	7 339,9	8 200,9	6 532,1	
<i>Curto Prazo</i>	AF.41	1 414,5	2 524,9	3 050,6	1 168,9	
<i>Longo Prazo</i>	AF.42	6 071,0	4 815,0	5 150,3	5 363,2	
<b>Despesa da Administração Pública em:</b>						
<b>Formação Bruta de Capital Fixo</b>	P.51	4 374,2	3 695,9	3 761,9	3 622,2	4 820,5
<b>Juros (consolidado)</b>	PDE D.41	3 886,7	4 266,7	4 591,6	4 834,5	5 126,0
<i>p.m.: Juros (consolidado)</i>	<i>D.41 (Empregos)</i>	<i>3 827,2</i>	<i>4 301,5</i>	<i>4 697,8</i>	<i>4 957,3</i>	<i>5 126,0</i>
<b>Produto Interno Bruto, a preços de mercado</b>	B.1*g	149 123,5	155 446,3	163 051,6	166 433,0	163 304,5
<i>Por Memória:</i>						
Rácio Capacidade/necessidade líquida de financiamento no PIBpm		-6,1%	-3,9%	-2,6%	-2,7%	-5,9%
Rácio dívida Bruta das Administrações Públicas (consolidada) no PIBpm		63,6%	64,7%	63,6%	66,3%	74,5%

**Quadro 1: Reporte do défice e da dívida das Administrações Públicas e fornecimento de dados associados**

Estado Membro: Portugal Dados em milhões de euros Date:30/09/2011	Códigos SEC 95	Ano				
		2007 Final	2008 Final	2009 Provisório	2010 Provisório	2011 Previsto
<b>Capacidade (+)/necessidade (-) líquida de financiamento</b>	PDE B.9					
Administrações Públicas	S.13	<b>-5 332,8</b>	<b>-6 255,7</b>	<b>-17 107,1</b>	<b>-16 863,5</b>	<b>-10 024,3</b>
- Administração Central	S.1311	-6 288,0	-7 031,0	-16 204,6	-16 259,1	-10 714,0
- Administração Local	S.1313	- 431,3	- 871,8	-1 291,1	-1 389,1	- 68,5
- Fundos de Segurança Social	S.1314	1 386,4	1 647,2	388,6	784,7	758,1
<b>Dívida Bruta das Administrações Públicas (consolidada)</b>		Final	Final	Provisório	Provisório	Previsto
<b>Valor nominal no final do ano</b>		<b>115 587,1</b>	<b>123 108,4</b>	<b>139 944,5</b>	<b>161 256,6</b>	<b>172 628,8</b>
<i>Por categoria</i>						
Moeda e depósitos	AF.2	13 678,9	12 925,3	12 288,0	11 791,9	
Títulos excepto acções, excluído derivados financeiros	AF.33	85 287,8	94 604,6	110 351,7	128 092,7	
<i>Curto Prazo</i>	AF.331	10 224,8	16 435,1	20 405,1	20 835,0	
<i>Longo Prazo</i>	AF.332	75 063,0	78 169,6	89 946,6	107 257,7	
Empréstimos	AF.4	16 620,4	15 578,4	17 304,9	21 371,9	
<i>Curto Prazo</i>	AF.41	3 257,1	2 213,7	1 726,1	3 039,9	
<i>Longo Prazo</i>	AF.42	13 363,3	13 364,8	15 578,8	18 332,0	
<b>Despesa da Administração Pública em:</b>						
<b>Formação Bruta de Capital Fixo</b>	P.51	4 578,5	5 059,4	4 993,4	6 196,8	4 210,9
<b>Juros (consolidado)</b>	PDE D.41	4 977,8	5 188,4	4 871,7	5 189,8	7 127,4
<i>p.m.: Juros (consolidado)</i>	D.41 (Empregos)	5 084,0	5 311,2	4 903,8	5 235,9	7 127,4
<b>Produto Interno Bruto, a preços de mercado</b>	B.1*g	169 319,2	171 983,1	168 586,6	172 798,6	171 320,6
<i>Por Memória:</i>						
Rácio Capacidade/necessidade líquida de financiamento no PIBpm		-3,1%	-3,6%	-10,1%	-9,8%	-5,9%
Rácio dívida Bruta das Administrações Públicas (consolidada) no PIBpm		68,3%	71,6%	83,0%	93,3%	100,8%

# Portugal

- Para além da dívida pública registada em contabilidade nacional que, segundo a última notificação do INE, atinge os 100% do PIB, Portugal tem acumulados passivos no SEE e nas PPP que correspondem a 15% e 14% do PIB, respectivamente,
- O conjunto da dívida pública e da dívida privada (bruta) ultrapassa os 300% do PIB
- Nada disto é problemático enquanto houver acesso ao financiamento em condições aceitáveis e enquanto houver crescimento económico
- O problema é quando se ultrapassam os limites do razoável ...



# Os programas de assistência financeira são a resposta para a crise das dívidas soberanas?

- Na Grécia o programa de assistência financeira foi desenhado como um programa de redução das necessidades de financiamento do sector público, de aumento da competitividade nos mercados de bens e no mercado laboral e de estabilização do sistema financeiro
- No entanto, com um nível de despesa pública próximo dos 50% do PIB, e com um défice de praticamente 14% do PIB em 2009, o esforço de ajustamento teve um impacto recessivo muito superior ao previsto, o que conduziu a que a redução da despesa pública tenha sido igualmente acompanhada por uma redução da receita de magnitude significativa
- Na 4.<sup>a</sup> revisão do programa Grego publicada em Julho de 2011 é claramente assumido que as dificuldades em reduzir a despesa pública e o elevado nível de evasão fiscal estão condicionar significativamente a execução do programa (n.º 25)

# Os programas de assistência financeira são a resposta para a crise das dívidas soberanas?

- A crise Irlandesa foi resolvida como uma crise de liquidez no sistema financeiro e o programa de ajustamento está a funcionar.
- Apesar de a taxa de desemprego se manter elevada (na ordem dos 14%), a Irlanda vai ter crescimento económico em 2011 (1%) estimando-se uma taxa de crescimento de 1,8% em 2012. O défice orçamental de -32% em 2010 estima-se em -10% em 2011 e em -8,6% em 2012.
- A Irlanda está a concluir a reestruturação do sistema financeiro e as taxas de juro nos mercados secundários começaram a cair para níveis que permitem antecipar o regresso aos mercados em 2013.
- No entanto, a Grécia vai no 3.º ano de recessão desde 2009, acumulando uma quebra no PIB de -10,3% nos três anos (-2% em 2009, -4,5% em 2010 e -3,8% em 2011) e não existem perspectivas que permitam antecipar o seu regresso aos mercados
- No entanto, no cenário macroeconómico da 4.ª revisão do programa Grego, continua a prever-se um crescimento económico de 0,6% em 2012, 2,1% em 2012, 2,3% em 2014 e 2,7% em 2015

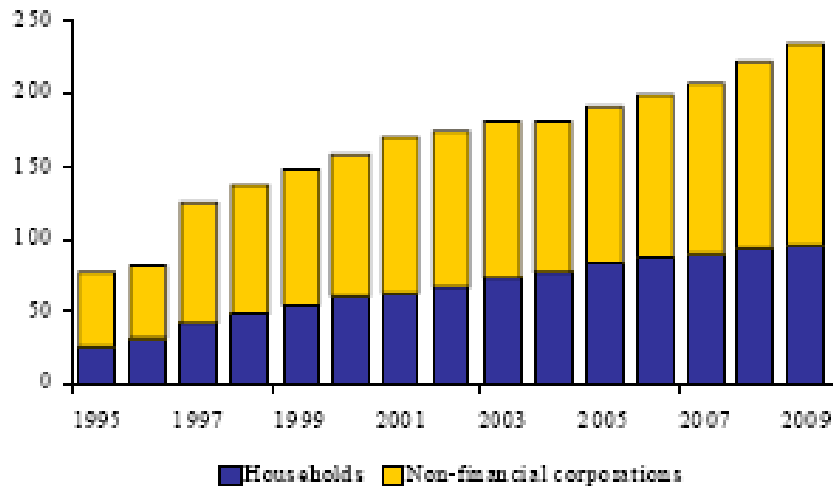
# Diferentes dívidas e diferentes crises

- A Grécia já leva quase 2 anos de ajustamento e a Irlanda 1 ano
- Parece que o programa na Grécia não funcionou, mas funcionou na Irlanda.
- Porquê?
- Porque crise Irlandesa foi, fundamentalmente, uma crise de liquidez ligada ao sector imobiliário e ao sistema bancário. Não tinha a complexidade e a profundidade da situação grega, nem os mesmos problemas estruturais, que foram agravados (na Grécia) pelo programa de ajustamento.
- E Portugal?

# Diferentes dívidas e diferentes crises

- Portugal, antes de ter um problema de finanças públicas, já tinha um problema de excesso de endividamento que é particularmente evidente a partir de 2006 e está reflectido na taxa de transformação de depósitos

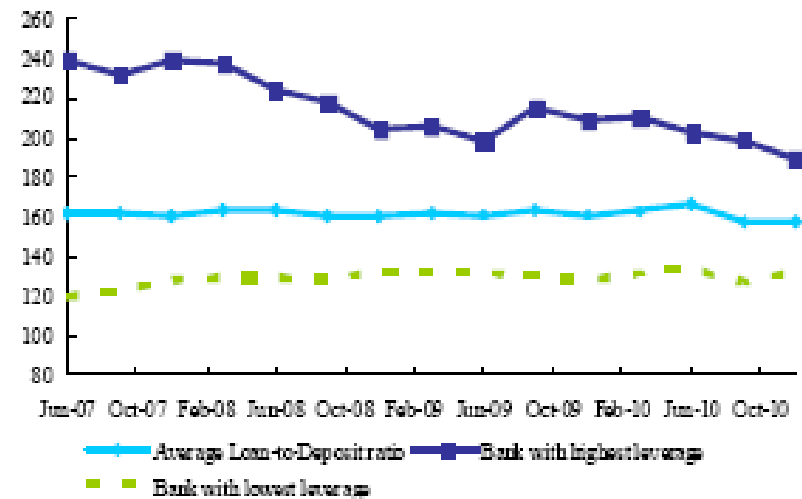
Graph 7: Private indebtedness (% of GDP)



Note: Private indebtedness has been defined as the sum of liabilities in loans and securities other than shares.

Source: AMECO

Graph 8: Loan to deposit ratio



Source: Banco de Portugal

# Diferentes dívidas e diferentes crises

- A partir do momento em que Portugal passa a ter um problema de financiamento do próprio Estado, o efeito de contágio ao sector privado foi mais acentuado (porque desde Agosto de 2007 que os bancos portugueses passaram a ter maior dificuldade de acesso ao MMI) e tudo se precipitou para a situação actual que é, basicamente, **um problema de financiamento de toda a economia** (sector público e sector privado)
- Num mundo ideal de agentes racionais e informados tudo deveria ter sido feito para evitar a crise de finanças públicas em que mergulhámos em 2009
- Agora que deixámos de ser donos do nossos destino, a questão que se coloca é a de saber se vamos seguir o caminho da Grécia ou se vamos seguir o caminho da Irlanda?

# Conclusão

- Não se podem confundir crises de liquidez e crises de solvabilidade as quais não podem ser resolvidas da mesma maneira
- Importa avaliar o funcionamento do mercado interno
- Importa resolver os problemas das divergências de crescimento económico na UEM e essas dificilmente se resolvem com programas de ajustamento (nesta República já tivemos 3 programas de ajustamento e este é seguramente o mais difícil de todos)

# Fontes

Com exceção dos quadros de reporte do INE ([www.ine.pt](http://www.ine.pt)), todos os gráficos foram retirados dos programas de ajustamento da Grécia, Portugal e Irlanda e suas revisões, que estão disponíveis como *occasional papers* no site da DG-ECON, anos de 2010 e 2011

[http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/occasional\\_paper/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/occasional_paper/index_en.htm)