

Aumento acentuado da dívida pública: conseguirá a Zona Euro resistir?

- A COVID-19 está a provocar um aumento acentuado da dívida pública. Contudo, a redução sustentada das taxas de juro e a extensão dos vencimentos dão cobertura às economias europeias e aliviam o encargo financeiro.
- Em 2021, as necessidades de financiamento das Administrações Públicas contam com o apoio dos fundos europeus e da política acomodatória do BCE.

A COVID-19 está a provocar um aumento acentuado da dívida. Desde a eclosão da pandemia que os rácios de dívida pública aumentaram súbita e acentuadamente e alcançarão níveis praticamente nunca vistos (os antecedentes estão estreitamente associados às grandes guerras). Por exemplo, em Itália e em Espanha está previsto um salto de +25 p.p. do PIB apenas num ano, quando, após a crise financeira de 2007-2008, os dois países demoraram cinco e três anos, respetivamente, a acumular um aumento parecido (naquela altura existia uma maior margem de manobra fiscal)¹.

O aumento da dívida pública é uma reação necessária e eficaz para atenuar os danos provocados por uma queda sem precedentes nos rendimentos das famílias e das empresas: endividar-se consiste em cortar esta queda excecional em partes mais pequenas e distribuí-las ao longo do tempo. Contudo, em muitos casos partimos de níveis de dívida pública já elevados. A sustentabilidade não é questionada² mas suscita algumas dúvidas. Além disso, preocupa a médio prazo que um maior peso da dívida afete o desempenho económico.

Uma condição básica para gerir o aumento acentuado da dívida pública, e lançar as bases para a reduzir gradualmente no futuro, assenta na necessidade das economias recuperarem com crescimentos sustentados. Neste sentido é fundamental que a crise não paralise (por exemplo, devido a uma política económica muito tímida ou uma retirada prematura dos estímulos) e que sejam aproveitadas as oportunidades para dinamizar o crescimento de fundo (por exemplo, através da melhoria da capacidade de adaptação às novas tecnologias e às transformações energéticas e meio ambientais).

Além disso, ao avaliar as consequências do aumento da dívida, não só é preciso considerar o nível no qual se irá situar, como a curto prazo é também muito importante a carga financeira que isto acarreta (os fluxos de pagamentos da dívida em comparação com os fluxos de receitas). Num ambiente de taxas de juro baixas e de uma dívida financiada com vencimentos a longo prazo, a carga financeira deverá ser suportável. De facto, na Zona Euro existem condições para que assim seja. Especificamente, a redução sustentada das taxas de juro ao longo das últimas

1. Consultar o artigo «O peso da dívida da COVID-19» no Dossier da IM10/2020.

2. Ver o Focus Devemos preocupar-nos com a sustentabilidade da dívida pública na Zona Euro? na IM05/2020.

Taxa de juro implícita da dívida pública



Fonte: BPI Research, a partir dos dados e previsões da Comissão Europeia (Previsão do outono de 2020).

Vencimento médio da dívida pública



Fonte: BPI Research, a partir dos dados dos Departamentos do Tesouro da Alemanha, Espanha, França e Itália.

duas décadas (ver o primeiro gráfico) e a extensão dos vencimentos da dívida (segundo gráfico) estão a dar cobertura às economias europeias e aliviam o encargo da sua dívida em termos de fluxos de pagamentos. Por outras palavras, como é possível observar no terceiro gráfico, o encargo da dívida (definida, formalmente, como os pagamentos de juros e do capital que se vence como percentagem do PIB) foi menos severa do que os aumentos acentuados nos rácios de dívida sobre PIB poderiam sugerir.

Em 2021, a reativação mais sustentada da economia deverá fornecer um certo alívio ao peso da dívida, tanto pelo «efeito denominador» do PIB nos rácios da dívida pública

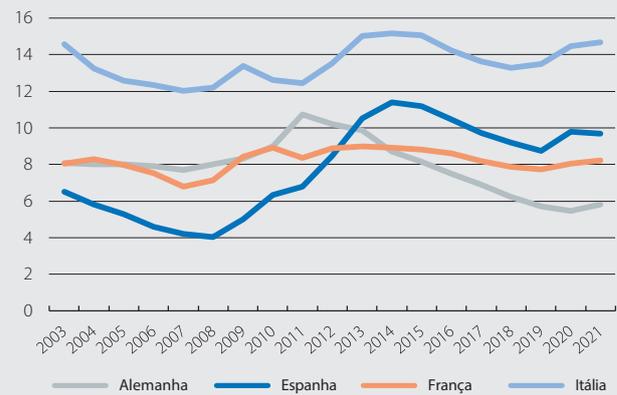
ou nos rácios de défice público como pelo próprio impacto cíclico da atividade económica nas contas públicas (com a recuperação de receitas fiscais e uma menor pressão dos estabilizadores automáticos sobre as despesas). Por outro lado, embora neste cenário em 2021 as contas públicas não sejam tão deficitárias como em 2020, os saldos públicos irão ainda continuar em terreno claramente negativo. No entanto, as necessidades de financiamento das Administrações Públicas contam com uma boa cobertura. Em primeiro lugar, o apetite dos investidores resistiu bem aos embates da pandemia, tal como demonstra o sucesso das emissões de dívida de todos os Tesouros nacionais em 2020. Em segundo lugar, em 2021 chegarão as primeiras transferências dos fundos europeus dentro do programa Next Generation EU³. E, em terceiro lugar, a política monetária acomodaticia do BCE continuará a oferecer apoio à necessária ação da política fiscal. De facto, os programas de compra de ativos do BCE permanecerão muito ativos nos mercados secundários no decorrer de 2021, gerando liquidez significativa e estimulando a disposição dos investidores privados para absorverem as necessidades de financiamento público nos mercados primários (ver o quarto gráfico).

A importância do BCE destaca-se não só quando são analisados os défices públicos de 2021, mas também quando é avaliado o peso do endividamento ao nível dos rácios de dívida sobre o PIB. Os rácios de dívida pública oferecem dados bastante menos severos quando é tido em conta o papel do BCE (ver o último gráfico). Ou, dito de outra maneira: no seu conjunto, a dívida pública conta com uma base de investidores mais estável e que a protege de turbulências. Além disso, os rácios exibem também menos tensão quando a dívida líquida é tomada em consideração: ou seja, os ativos financeiros propriedade do Governo (como reservas de ouro, moedas estrangeiras, depósitos ou títulos de dívida) são descontados dos rácios normalmente utilizados (brutos). Contudo, convém não esquecer que qualquer dia o banco central deixará de acumular dívida pública no seu balanço. Será importante que, até lá, os governos tenham saneado suficientemente as suas contas.

3. Ver «Tudo o que sempre quis saber sobre o Plano de Recuperação Europeia e que nunca ousou perguntar» na IM11/2020. Além disso, os Estados que assim o pretendam, também podem contar com os empréstimos do Mecanismo Europeu de Estabilização (MEDE).

Estimativa do peso da dívida *

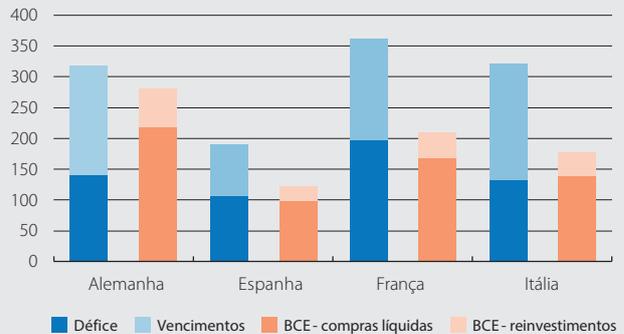
(% do PIB)



Nota: * Rácio entre os pagamentos de juros e de vencimentos anuais e o PIB nominal.
Fonte: BPI Research, cálculos próprios a partir de dados da Comissão Europeia (custo médio da dívida, PIB nominal e dívida pública bruta) e dos Departamentos do Tesouro da Alemanha, Espanha, França e Itália (vida média da dívida).

Necessidades de financiamento público em 2021

(Milhares de milhões de euros)

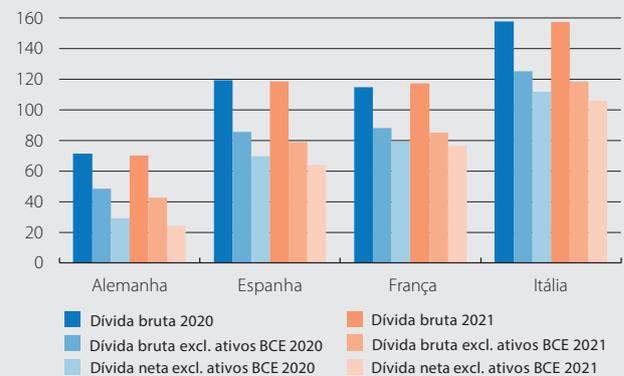


Nota: Assume-se que o BCE faz compras no âmbito do PEPP a um ritmo de 60.000 milhões mensais (ou seja, semelhante ao do 4T 2020 e com o qual em 2021 gastará 65% da capacidade total restante do programa), enquanto o APP continua com compras líquidas de 20.000 milhões mensais durante todo o ano de 2021.

Fonte: BPI Research, a partir de cálculos e previsões próprias, previsões da Comissão Europeia (previsão do outono) e dos dados dos Departamentos do Tesouro da Alemanha, Espanha, França e Itália.

Dívida pública (1,2)

(% do PIB)



Notas: 1. Assume-se que o BCE faz compras no âmbito do PEPP a um ritmo de 60.000 milhões mensais (ou seja, semelhante ao do 4T 2020 e com o qual em 2021 gastará 65% da capacidade total restante do programa), enquanto o APP continua com compras líquidas de 20.000 milhões mensais durante todo o ano de 2021. 2. A dívida líquida subtrai os ativos financeiros propriedade do governo (ouro, moedas estrangeiras, depósitos, títulos de dívida, empréstimos, seguros, etc.) da dívida bruta.

Fonte: BPI Research, a partir de cálculos e previsões próprias e previsões da Comissão Europeia e do Fundo Monetário Internacional.