



Certificados de aforro e tesouro podem sofrer com a crise da dívida

Se a dívida pública portuguesa for renegociada, por incapacidade de Portugal satisfazer os seus compromissos, todos os credores serão tratados da mesma forma. Apenas o FMI terá tratamento privilegiado.

- Alemanha admite que Grécia terá de reestruturar a dívida
- Custos da reestruturação têm diminuído nos últimos anos
- Credores perderam 30% do investimento no último "default" de Portugal
- Especialista argentino diz que Portugal não devia ter pedido ajuda
- Sair do euro é uma solução? Saiba quais seriam as consequências

Primeira Linha 6 a 16 e Editorial

José Sócrates e Pedro Passos Coelho dificilmente celebrarão uma aliança governativa, dizem os analistas.





PORTUGAL A CAMINHO DO "DEFAULT"?

FMI e UE não evitam reestruturação da dívida portuguesa

Resgate europeu afasta necessidade de reestruturar no curto prazo. Mas a médio prazo, a probabilidade mantém-se. Investidores já sinalizam "haircut" de 30%

RUI PERES JORGE
ELISABETE MIRANDA

Os terminais de informação financeira fecharam o dia de ontem com uma notícia inquietante: as obrigações nacionais a dez anos transacionam abaixo de 70% do seu valor nominal, com os investidores a assumir que a dívida pública vale cerca de 30% menos do que quando foi vendida.

Quer isto dizer que, mesmo com o pedido de empréstimo à União Europeia e ao FMI, os mercados temem que Portugal não pague tudo o que deve. Na avaliação deste risco, Portugal está apenas ligeiramente melhor que a Grécia (ver gráfico) onde, um ano depois do resgate, se adensa o receio de algum tipo de renegociação de dívida.

Exageros do mercado, considera o FMI. Em Setembro do ano passado, três meses depois da intervenção na Grécia, Carlo Cottarelli, o diretor para os assuntos orçamentais no Fundo, assinou um artigo onde dizia precisamente que a reestruturação seria uma má opção para os países periféricos e que os mercados têm sobrestimado este risco. Certo é que sete meses depois, e com muitas mensagens tranquilizadoras do FMI e da UE pelo meio, não só os mercados não acalmaram, como aumenta o número de economistas que considera inevitável uma renegociação da dívida nos países periféricos.

Nasemana passada, Lucas Papademos, antecessor de Vítor Constâncio no BCE, defendeu uma negociação com credores que permita uma extensão da maturidade dos empréstimos gregos. Ontem, o ministro das Finanças alemão admitiu uma reestruturação na Grécia antes de 2013 (ver texto ao lado).

E o que é válido para a Grécia, é-o para Portugal. Há um mês, Kenneth Rogoff, ex-economista-chefe do FMI, considerou inevitável algum tipo de reestruturação na Grécia, Ir-

landa, Portugal e, porventura, Espanha, independentemente de haver ou não resgate. E há outras vozes a acompanhá-lo.

Adiar o inadiável

"Está-se apenas de adiar o inadiável", defende ao **Negócios** Rodrigo Olivares-Caminal, professor na Universidade de Londres, e especialista em incumprimentos soberanos. "O FMI e a UE, mesmo com o resgate, não conseguiriam que os países em dificuldades ganhassem a confiança do mercado. Isto é insustentável, são precisas outras medidas, como um reescalonamento da dívida", defende. E Portugal, precisa? "Sem dúvida", responde sem hesitações (página 14).

"Na prática, é inevitável [uma reestruturação da dívida privada e pública]", concorda Ricardo Cabral, professor na Universidade da Madeira, que vem desde há um ano a avisar para a urgência desta solução: "O nível de endividamento externo líquido português é muito elevado relativamente à dimensão da economia", sustenta. Para o economista, "as questões são quanto tempo terá de decorrer para que se reconheça esse facto e quais os custos para o país dos programas de ajustamento que serão entretanto tentados". Uma renegociação aliviaria os encargos do Estado com os juros da dívida, que nos níveis actuais arriscam a estrangulação a economia. Um argumento que não colhe junto do FMI, que considera que o problema central é de desequilíbrio estrutural das contas públicas e de competitividade, factores que não seriam superados com um reescalonamento.

Reestruturação como arma negocial

Ricardo Cabral e Rodrigo Olivares-Caminal convergem ainda na ideia de que a reestruturação deveria ter constituído uma alternativa ao resgate, o qual, na sua opinião, implica-



Portugal deveria reescalonar o quanto antes a sua dívida pública, diz Rodrigo Olivares-Caminal.

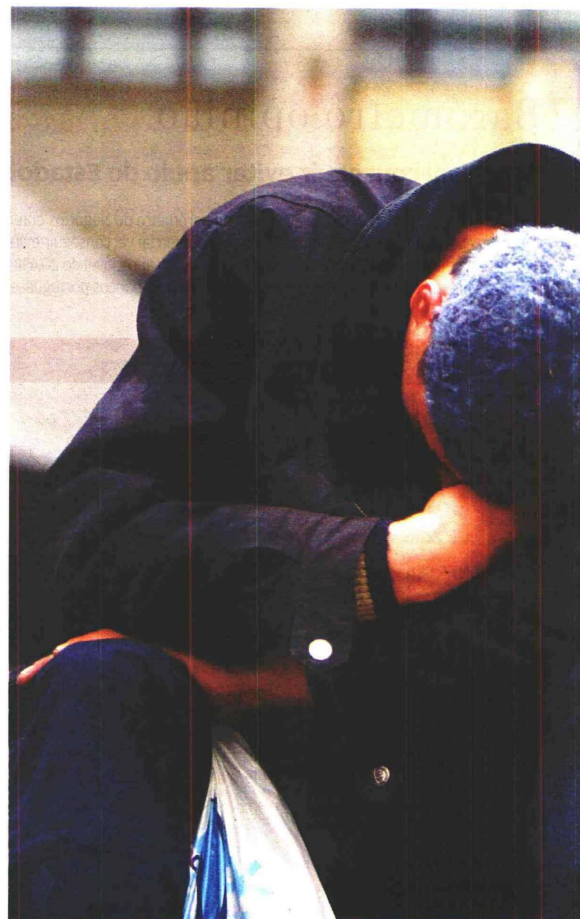


A reestruturação continua a ser inevitável e deveria ter acontecido antes do resgate, diz Ricardo Cabral.

rá ainda mais endividamento, com um ajustamento económico doloroso que não irá convencer os mercados e apenas adiará a renegociação. Mas, uma vez tomado o caminho do empréstimo europeu, resta agora a Portugal tentar negociar bem com UE e FMI: "Embora realisticamente pense que a opção da reestruturação está fora da "mesa das negociações" dado o pedido formal de ajuda que foi feito, continuo a pensar que os líderes políticos nacionais deviam considerar essa alternativa para procurar negociar o melhor acordo possível para o País", sustenta Ricardo Cabral.

Esta foi também a posição defendida ontem por Álvaro Almeida, professor na Faculdade de Economia do Porto, e ex-quadro do FMI, em declarações ao jornal "i": "Portugal pode usar a reestruturação como arma negocial se considerar que o programa de ajustamento é exagerado".

Nos circuitos oficiais do Euro, qualquer cenário que sequer questione a capacidade de solvência dos Estados, é energicamente rejeitado, recusando-se abrir o que se teme ser uma "caixa de Pandora".



A agonia europeia | A Zona Euro enfrenta a sua maior crise desde que foi criada em

Políticos irlandeses já falam em "default"

A presença das equipas do BCE e da Comissão no país não evitaram um coro crescente de protestos na Irlanda contra a intervenção da UE e FMI. "Um plano falhado imposto ao povo irlandês", é a descrição feita anteontem por Pádraig MacLochlainn, do Sinn Féin, no Parlamento. A pressão europeia para aumento da taxa de IRC é "economicamente iliterada", disse, por seu lado, Micheál Martin, do Fianna Fáil, partido que perdeu as eleições. Mais longe foi um deputado do "United Left Alliance": "nós precisamos de negociar um default estruturado", afirmou Seamus Healy, intervenção elogiada pelo independente Shane Ross, que vincou a introdução da palavra "default" no debate: "É tempo desta opção ser colocada no centro do palco europeu, assim como no centro desta câmara", disse citado pelo Irish Times.

Grécia rejeita (mais uma vez) o incumprimento

O Governo grego foi ontem mais uma vez forçado a negar que o País opte por renegociar a sua dívida. "A nossa posição é de que estamos a avançar com o programa... é isso que estamos a fazer e descartamos a reestruturação da dívida", afirmou ao FT George Papaconstantinou, ministro das Finanças, em reacção às declarações do seu homólogo alemão que ontem avançou com essa hipótese. A Grécia é a economia europeia com o maior problema de finanças públicas: a dívida pública aproxima-se dos 150% do PIB, a execução orçamental está a correr pior que o esperado. Ainda assim, FMI e Comissão acreditam no sucesso do programa de ajustamento, não convencendo no entanto um número crescente de economistas, o que explica o tema seja recorrente, tal como as negações do Executivo grego.



1999. Apesar dos esforços, os mercados continuam a reagir com desconfiança e a penalizar os países periféricos.

Ministro alemão admite que Grécia poderá renegociar dívida em Junho

Wolfgang Schaeuble lançou uma bomba nos mercados. Uma auditoria às contas da Grécia revelará se há alternativa a reestruturar a dívida

EDGAR CAETANO
edgarcaetano@negocios.pt

O risco associado à dívida portuguesa disparou ontem depois de o ministro das Finanças alemão, Wolfgang Schaeuble, ter admitido que poderá ocorrer uma reestruturação da dívida da Grécia, o que provocaria perdas para os investidores. E isso, admite Schaeuble, poderá acontecer a partir de Junho, após uma auditoria às contas gregas que revelará se essa é uma inevitabilidade.

Os juros da dívida nacional no mercado secundário dispararam ontem para novos máximos históricos, com a pressão a incidir sobre os prazos mais curtos. A dívida a cinco anos tocou uma taxa de 10,5%, segundo a Bloomberg, com a margem relativamente à dívida alemã nuns inéditos 550 pontos base.

Na Grécia, a entrevista de Schaeuble ao alemão Die Welt fez os juros dispararem mais de um ponto percentual (100 pontos base) em alguns dos prazos mais curtos. Isto ao mesmo tempo que a bolsa de Atenas caía 3,41% e o custo de um seguro contra incumprimento na dívida grega (através de "credit default swaps") subia a 1.166 pontos.

Por arrasto, o custo de um "credit default swap" (CDS) sobre dívida portuguesa aproximou-se do máximo histórico de 600 pontos base. Um aumento de um ponto base no custo de um CDS equivale a um agravamento anual de mil dólares para proteger 10 milhões de dólares em dívida por cinco anos.

Se a auditoria às contas gregas em Junho gerar dúvidas sobre a solvência do país, "teremos de fazer alguma coisa", disse Schaeuble. Isto se as autoridades europeias e o FMI tiverem dúvidas em relação à "sustentabilidade da dívida". "Aí podem ser necessárias medidas adicionais", diz o responsável, assegurando que "até lá, no entanto, qualquer reestruturação terá de ser iniciada de forma voluntária".

IGCP agenda leilão mas com prazos mais curtos

O Estado vai financiar-se num montante até mil milhões de euros na

próxima quarta-feira. Os recursos serão obtidos através de um leilão duplo de dívida de curto prazo (bilhetes do Tesouro) cujo pré-agendamento foi ontem confirmado pelo IGCP. No entanto, apesar do agendamento da operação, a emissão de títulos de dívida será feita em moldes diferentes do que havia sido antecipado num documento divulgado em Março, e no qual o IGCP antecipava as "linhas de actuação" para o segundo trimestre. Para limitar os juros pagos na operação e eventualmente atrair maior procura, o IGCP optou por emitir dívida a prazos mais reduzidos do que o previsto. Será colocada dívida a três e a seis meses, sendo que o plano inicial envolvia a abertura de uma nova linha a 12 meses. O IGCP adiantou também que poderá anunciar outras alterações às linhas de actuação para o segundo trimestre.

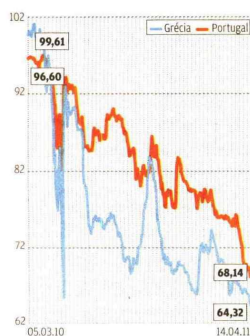
DÍVIDA GREGA CADA VEZ MAIS "TÓXICA"



A entrevista de Wolfgang Schaeuble ao Die Welt fez disparar a aversão de risco face à dívida grega. Em alguns prazos mais curtos, os juros subiram 1%. A bolsa grega caiu 3,41%.

Dívida já baixou os 70% do valor de emissão

Preço das obrigações 10 anos (normalizado para 100%)



O preço da dívida a 10 anos baixou ontem os 70% do valor de emissão, um mínimo histórico e um sinal de que os investidores estão dispostos a receber 68 euros já, em vez de esperarem pela maturidade, quando receberão 100 euros (além dos juros). Grécia está apenas ligeiramente pior (64%).

negocios.pt

Saiba mais



> **Ricardo Cabral**

Entrevista completa

"Portugal deve ter presente que os seus credores também têm um problema".



> **Rodrigo Olivares-Caminal**

Entrevista completa

"Seria claramente melhor uma reestruturação antes do resgate".



> **Blogue**

Massa Monetária

O blogue do Negócios complementa a análise à hipótese de "default".



> **Barómetro**

Portugal deve renegociar a sua dívida pública?

Responda online no barómetro do Negócios.

"Troika" negocial quer ouvir reguladores



As entidades reguladoras vão ser chamadas às reuniões técnicas com a "troika"

composta pelo FMI, Comissão Europeia e BCE, apurou o Negócios. A primeira a ser ouvida é a Autoridade da Concorrência. Manuel Sebastião terá hoje um encontro com os responsáveis pelas negociações da ajuda externa a Portugal. Aliás, tem sido referida a necessidade de Portugal implementar novas regras para a Concorrência. Manuel Sebastião já se tinha reunido, em Janeiro, com a Comissão Europeia e com BCE. Outros reguladores serão chamados às reuniões técnicas. Não há datas marcadas, mas já foram avisados de que poderão ser chamados. A ERSE, reguladora do sector energético, não comentou o assunto. E a Anacom diz não ter agendado reunião com a "troika". **AM**



Portugal a caminho de um “default”?

Certificados de aforro sob ameaça em caso de “default”

Lei trata todos os credores e instrumentos de dívida por igual. Em caso de renegociação, todos deverão ser penalizados da mesma forma. Todos, menos o FMI

RUI PERES JORGE E ELISABETE MIRANDA

Caso Portugal tenha de reescalar a sua dívida pública, nenhum investidor do Estado está a salvo à partida. É que a lei trata todos os credores (grandes, pequenos, nacionais ou estrangeiros) e todos os produtos (obrigações e bilhetes do tesouro, certificados de aforro e do tesouro) da mesma forma.

Significa isto que, num cenário de renegociação voluntária ou forçada da dívida pública, os instrumentos de poupança popular – como os certificados de aforro ou de tesouro – poderão também ver alterado o seu capital, taxa de juro ou maturidade. A forma que a perda assume depende do que decidirem Governo e Parlamento.

“É impossível definir o que é normal que aconteça, uma vez que não está nada escrito. Mas as regras do bom senso e a observância do princípio da igualdade mandariam que todos os investidores sofressem uma perda semelhante”. A opinião de Hugo Rosa Ferreira, da PLMJ, é subscrita por Pedro Cassiano Santos, da Vieira de Almeida, e Eduardo Paz Ferreira, também eles especialistas em Direito Financeiro: “Estou seguro de que os credores serão todos tratados de forma igual. Uma questão lateral, que pode ter alguma importância, é a das garantias prestadas pelo Estado a outras entidades e que possa ser chamado a honrar”. Ora, é nesta última referência de Eduardo Paz Ferreira que entra outro elemento na equação.

FMI é o credor prioritário

É que, apesar de todos os credores serem iguais, a partir do momento em que Portugal pede um empréstimo ao Fundo (FMI), este passa a ter privilégios sobre os outros credores. E não é preciso esperar pelo mecanismo europeu de estabilização financeira, que estará disponível em 2013. Esta regra vigora no imediato, também para o fundo de estabilização financeira (FEFF).

Pedro Cassiano Santos explica as razões deste privilégio especial com o facto de “o FMI emprestar em condições de emergência”. Rodrigo Olivares-Caminal, especialista em “defaults” acrescenta que “não há nada legal que assim o defina, não há um tratado, um contrato, uma Lei. É prática comum internacional”.

Por analogia, também a União Europeia passa a ter privilégios especiais sobre os credores nacionais: “Com os empréstimos da UE, de forma talvez um pouco injusta por credores já existentes, criou-se uma segunda camada de prioridade, se assim se pode chamar. Primeiro está o FMI, depois os empréstimos da UE e só depois os restantes credores”, explica o argentino (ver página 14).

Uma coisa é negociar, outra impor

Caso o Governo não enverede pela via negocial (antes imponha a perda) ou os credores não aceitem as cláusulas propostas, podem ir para tribunal. Mas as opiniões quanto à eficácia de uma acção judicial divergem. Cassiano Santos considera que, “mesmo com a dívida sob jurisdição nacional, o Parlamento não é completamente soberano para unilateralmente mudar as condições da dívida”. Quer a Constituição, quer os tratados internacionais “impõem que não possa haver confisco sem justa indemnização”.

Mas Olivares-Caminal discorda. Nestes casos, “uma extensão de maturidade, uma diminuição do valor da dívida ou qualquer alteração dos contratos pode ser feita simplesmente por uma lei”. É dificilmente os tribunais não concordarão que a operação se faz por razões de utilidade pública. Já com os empréstimos do FMI e da UE, a situação é diversa: “Estarão muito provavelmente sujeitos à Lei inglesa”, diz o argentino, o que os deixa mais protegidos.

A Constituição e os tratados internacionais impõem que não possa haver confisco sem justa indemnização.

PEDRO CASSIANO SANTOS

Especialista em Direito Financeiro, VdA

Estou seguro de que os credores serão tratados de forma igual. Mas as garantias prestadas pelo Estado a outras entidades são importantes.

EDUARDO PAZ FERREIRA

Especialista em Direito Financeiro

É impossível definir o que é normal que aconteça. Mas há regras de bom senso e o princípio da igualdade a observar.

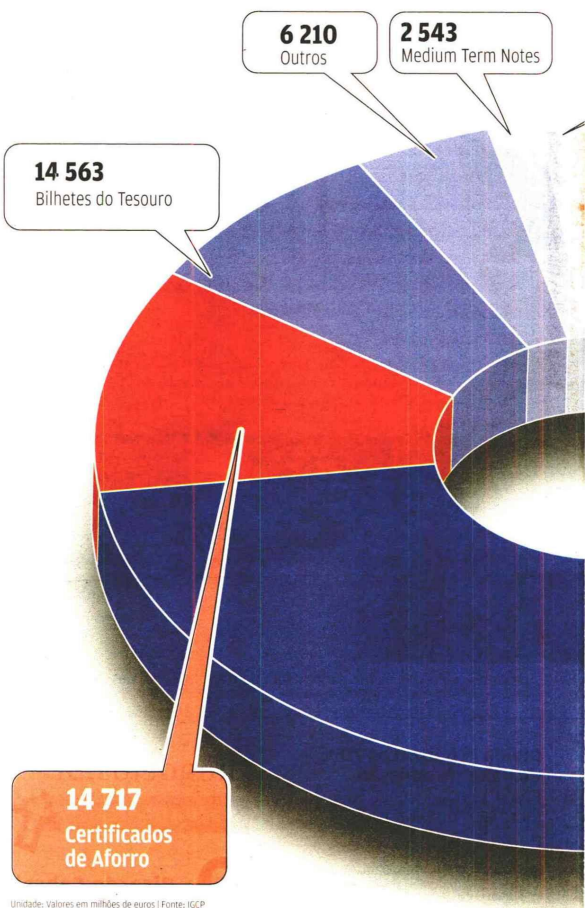
HUGO ROSA FERREIRA

Especialista em Direito Financeiro, PLMJ

CERTIFICADOS GARANTEM

Apesar da fuga, os certificados de Aforro (CA) continuam a ser uma importante “fatia” no financiamento da dívida do Estado. Representam 9,65% do “stock” total de dívida portuguesa que está nas mãos de particulares. Enquanto os CA têm vindo a perder relevância, os

DÍVIDA CERTIFICADOS DE AFORRO SÃO A SEGUNDA MAIOR FONTE DE FINANCIAMENTO



Dinheiro sai dos cert ao ritmo mais elevac

PAULO MOUTINHO

paulomoutinho@negocios.pt

Nunca tinha saído tanto dinheiro dos certificados de Aforro (CA), num mês. Os portugueses resgataram 346 milhões de euros em Março, elevando para 750 milhões o valor total retirado deste produto de poupança do Estado nos primeiros três meses de 2011.

O ritmo de fuga dos CA está a acelerar. Depois dos 182 milhões retirados em Janeiro, e dos 259 milhões em Fevereiro, no mês de Março o saldo líquido entre no-

vas subscrições e resgates foi negativo em 312 milhões. É o saldo mensal mais negativo desde que os CA foram lançados.

No acumulado, só no primeiro trimestre saíram mais de 753 milhões de euros, ou seja, mais de metade do total que foi resgatado em todo o ano 2010. Já no último trimestre do ano passado o saldo tinha sido negativo em 626 milhões de euros. Actualmente, os portugueses têm 14.717 milhões neste produto.

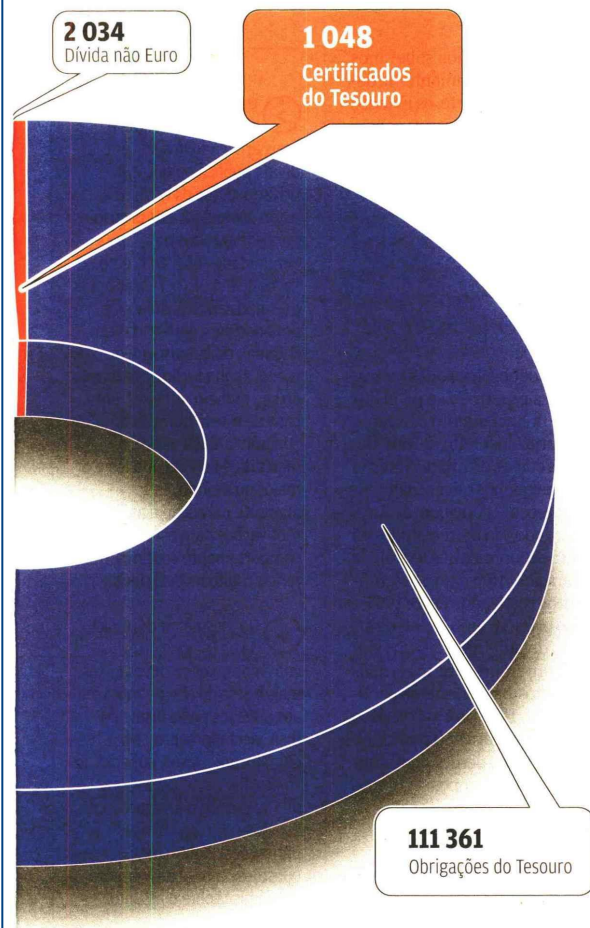
O saldo líquido dos dois produtos de poupança do Estado, os



10% DA DÍVIDA

certificados do Tesouro estão a ganhar expressão no financiamento do Estado. Os portugueses já têm mais de 1.000 milhões neste novo produto, o que equivale a 0,69% do total. Só os certificados garantem 10,3% da dívida nacional.

FINANCIAMENTO, ATRÁS DAS OBRIGAÇÕES DO TESOURO



Certificados de Aforro o de sempre

CA e os recentemente criados certificados do Tesouro é, no entanto, menos negativo, fruto da entrada de capital neste último. No final do trimestre cifrou-se em 391 milhões de euros negativos, segundo o Boletim Mensal do IGCP.

Ao contrário dos CA, os CT atraíram 362 milhões de euros (líquidos), fruto dos elevados juros que este produto apresenta. A taxa oferecida supera a fasquia dos 7%, isto para quem mantiver os títulos (indexados à rentabilidade das obrigações do Tesouro)

durante 10 anos.

Há, actualmente, cerca de 68.500 subscritores de CT que investiram, em média, 15.282 euros neste produto. Desde que foram lançados, em Julho, os CT já atraíram 1.048 milhões de euros das poupanças dos portugueses, já contabilizando os 70 milhões de euros de resgates registados nos primeiros meses deste ano. Uma movimentação que pode ser explicada com a procura de juros mais altos do que aqueles que foram atribuídos nos primeiros meses.

CERTIFICADOS: DESCUBRA AS DIFERENÇAS

O QUE OS SEPARA

Certificados do Tesouro

Com a criação dos certificados do Tesouro, o Governo diz que pretende a "democratização" do acesso a produtos equivalentes às Obrigações do Tesouro (OT). O retorno tem como referência as OT a 5 e 10 anos, para quem invista nestes prazos. Para aplicações inferiores a cinco anos, a remuneração tem tido por base a evolução da Euribor a 12 meses.

Uma importante diferença para os certificados do Tesouro é que os de aforro capitalizam os juros. Ou seja, os juros dos períodos seguintes incidem sobre os anteriormente acumulados. O que ajuda a aumentar a rentabilidade do produto.

Investir em certificados de aforro exige um mínimo de 100 unidades, cada uma equivalente a um euro. Depois, podem ser feitos os reforços desejados, sempre a partir de um montante mínimo de um euro.

Certificados de Aforro

A rentabilidade dos certificados de Aforro tem por base a taxa Euribor a três meses, à qual é aplicado um factor de 0,85%, somado de 0,25 pontos percentuais. Os juros aplicados são revistos a cada três meses. Os certificados de aforro têm, ainda, prémios de permanência a partir do segundo ano da aplicação.

Os juros dos certificados do Tesouro são pagos anualmente, quando a aplicação perfaz 12 meses. São depositados na conta do aforrador, pelo que não capitalizam. O investidor tem a possibilidade de os reinvestir.

Remuneração

Capitalização

Mínimo de investimento

O QUE OS UNE

Com as alterações introduzidas nos últimos anos pelo Governo, os certificados de aforro, que antes eram vitaisícios, passaram a ter um limite de investimento de dez anos. O prazo mínimo de investimento é de três meses.

Prazo de investimento

O prazo máximo de investimento é de 10 anos. No entanto, a aplicação pode ser desmobilizada no final de cada ano com direito aos juros do período. A partir do quinto ano completo, a remuneração sobe de forma expressiva, assim como no décimo ano. O prazo mínimo de investimento é de seis meses.

Risco de perda do capital

Tal como nos certificados do Tesouro, também nos de Aforro não existe risco de perda de capital. No entanto, segundo os especialistas, em caso de "default", os juros obtidos com o investimento neste produto do Estado podem sofrer uma redução, ou não haver, sequer, pagamento destes.

Os montantes investidos são sempre garantidos pelo Estado, pelo que em nenhum momento da aplicação existe risco de perda do capital, embora os juros possam ser "beliscados" numa situação de reestruturação da dívida pública.

ALTERNATIVAS DE INVESTIMENTO

DEPÓSITOS A PRAZO

Os depósitos a prazo da banca são a alternativa óbvia aos produtos de poupança do Estado. Oferecem aos depositantes a vantagem das suas poupanças estarem protegidas através do Fundo de Garantia de Depósitos, mas também rentabilidades atractivas, no contexto actual. A oferta é variada, quer em prazos, quer em taxas. Há desde aplicações a 7 dias, até depósitos a 5 e mais anos, com juros que rondam, nas melhores ofertas, os 4%. A subida dos juros dos depósitos tem sido constante, tendo-se fixado a taxa média em 2,82%, em Fevereiro, segundo dados do Banco de Portugal.

SEGUROS DE CAPITALIZAÇÃO

Os seguros de capitalização, ao contrário do que o nome indica, não têm como objectivo cobrir qualquer tipo de risco, mas sim constituir uma poupança. São uma alternativa para quem pretender investir as suas poupanças por um período de longo prazo, beneficiando por isso de um desconto fiscal (tributação a 8,6%). É um produto em que o investidor assume um risco muito reduzido, estando o capital aplicado garantido.

FUNDOS DE TESOURARIA

Os fundos de tesouraria também podem ser uma alternativa aos produtos de poupança do Estado. Estes fundos possuem menor risco em comparação com os outros tipos de veículos investimento por realizarem os seus investimentos em activos que se caracterizam por um curto prazo e de elevada liquidez (como dívida pública, com prazo de vencimento inferior a um ano) e que por norma assumem um nível de risco inferior ao de outros activos. Estes fundos não podem investir em acções, títulos de participação e outros activos com características semelhantes, diminuindo-se a possibilidade de perda de capital inerente ao investimento em fundos.



Portugal a caminho de um “default”?

Na história dos “defaults”, quem perde fatalmente são os governos

Após a década de 1980, “defaults” e renegociações de dívida tornaram-se menos ruinosos para os credores, mais rápidos de resolver e tentaram evitar os tribunais

ELISABETE MIRANDA
RUI PERES JORGE

Renegociar a dívida com os credores tem um preço. No curto prazo, o crescimento económico ressentir-se-á ainda mais, o financiamento externo reduz-se e os custos de endividamento agravam-se. Mas estas penalizações tendem a ser de curta duração, com a confiança e os fluxos financeiros a restabelecerem-se no prazo de três anos. Irremediável mesmo é o destino dos políticos que estão no poder quando decidem reestruturar a dívida.

Num artigo publicado no “Journal of Economic Literature” intitulado “The economics and law of sovereign debt and default”, Ugo Panizza (Nações Unidas), Federico Sturzenegger (Universidade Torcuato di Tella) e Jeromin Zettelmeyer (FMI) passam em revista diversos estudos sobre os efeitos económicos, políticos e legais dos “defaults” na História, para concluir que os custos de um processo de renegociação de dívida soberana já não são o que eram.

Um País que decida renegociar a sua dívida – ou se veja forçado a fazê-lo depois de falhar o seu pagamento de juros – já não é ameaçado com uma esquadra naval, como aconteceu com Portugal no século XIX (ver texto à direita), nem fica desonrosamente arreadado do mercado de capitais.

“Haircuts” menos dolorosos

Senta-se à mesa com os credores que, em boa parte dos casos, “têm peso negocial para redesenharem os mecanismos de reestruturação, de forma que lhes seja menos ruinoso”, lê-se no referido estudo. As estatísticas estão aí para o mostrar. Dos cerca de 100 “defaults” que tiveram lugar entre 1979 e 2005, os anteriores a 1995 infligiram uma perda média de 45%. Os realizados de 1995 em diante já acarretaram um “haircut” na ordem dos 22%, em média.

Ao mesmo tempo, os processos tornaram-se de mais rápida resolução, e, tirando casos raros como o argentino, evitam a via judicial – onde os argumentos legais tendem a proteger mais os Países, que beneficiam da chamada “imunidade soberana”. Enquanto na década de 1980 os casos demoravam em média oito anos a fechar, de 1998 para cá, se exceptuarmos o aparatoso episódio argentino, nenhum ultrapassou os dois



Argentina | Latino-americanos enfrentaram em 2002 um dos maiores e mais estrondosos “default” da História.

Estados levam, em média, zero a dois anos a voltar a ter empréstimos. Os “spreads” voltam ao normal dois anos depois. Acção preventiva é premiada.

anos. Só para os governos que estavam no poder é que a decisão foi fatal: foram depostos pelo voto popular, refere o estudo.

Voltar ao mercado não é problema...

Os restantes custos, que advêm da desconfiança dos investidores, vão-se dissipando e os mercados tendem a recompor-se com o tempo. A literatura económica conclui que os Estados que falhem os compromissos tendem a perder o acesso aos mercados durante o período em que decorrem as negociações com os credores. Ultrapassada essa fase, a capacidade

de atrair empréstimos soberanos restabelece-se rapidamente: da década de 1980 em diante, os Estados levam zero a dois anos para conseguirem voltar a ter empréstimos – antes disso, a carestia demorava quatro anos, em média.

... mas custa mais caro no curto prazo

O processo de absolvição dos mercados tende a repetir-se ao nível dos custos de financiamento. “Excepto no curto prazo, os efeitos de um “default” nos custos de financiamento parecem pequenos e eventualmente desaparecem”, concluem os autores, a partir dos dados recolhidos na literatura económica que levam em consideração o universo de incumprimentos realizados entre 1997 e 2004: no primeiro ano depois de ter feito um “default”, um país que volte a pedir um empréstimo paga mais de 400 pontos-base do que em períodos normais. Este prémio de risco baixa, contudo, para 250 pontos no segundo ano, para perder significância estatística nos tempos seguintes.

Oportunidades falam mais alto no IDE

Os investidores estrangeiros ressentem-se no curto prazo, mas, passado o susto, as oportunidades de negócio falam mais alto do que o factor desconfiança. Nos “defaults” ocorridos entre 1998 e 2005 envolvendo países como a Argentina, República Dominicana, equador, Moldavia, Paquistão, Rússia, Ucrânia, Uruguai, o investimento directo estrangeiro (IDE) não saiu significativamente beliscado, concluem os autores. Embora sublinhem que a atracção de capitais nas imediações do “default” se tenha ressentido, a tendência de médio prazo é de que “as oportunidades de negócio – eventualmente relacionadas com a taxa de cambio real – parecem ter superado eventuais danos reputacionais”.

Os países que seguiram uma estratégia preventiva – isto é, renegociaram antes de terem entrado em crise de pagamentos – beneficiaram mesmo de uma recuperação do investimento privado ainda antes de terem procedido à reestruturação de dívida.

SABIA QUE...

De um ponto de vista estritamente legal, é mais arriscado investir em dívida pública do que em privada. É que os Estados estão protegidos por princípios gerais (baseados na “imunidade soberana” e no “acto de Estado”), regras essas que, não sendo absolutas e podendo ser contestadas em tribunal, dificultam que o credor tenha facilmente direito ao seu dinheiro integral, em caso de reestruturação ou “default”. Ainda assim, o mercado de dívida pública é o maior do mundo. Este aparente paradoxo e as motivações para este comportamento continuam ser temas muito investigados.

Do mesmo modo, o facto de os Estados enfrentarem dispositivos legais mais fracos do que os aplicáveis aos privados podia instigar a mais incumprimentos. No entanto, um comportamento de “moral hazard” – risco moral – não se verifica e a maioria dos Estados cumpre as suas obrigações. É outra das questões na base da literatura económica sobre o assunto.

Um dos “defaults” mais bem-sucedidos da História foi o do Uruguai, em 2003. É hoje um “case study” mundial: cinco meses depois o país já estava no mercado a pagar quase as mesmas taxas que antes do reescalonamento.

A Argentina protagonizou em 2002 um dos maiores, mais complexos e mais duros “defaults” da História. O Governo fez uma comunicação unilateral de “haircut”. O processo arrastou-se anos pelos tribunais, e muitos investidores não conseguiram levar a melhor.

Os ecos da última reestruturação portuguesa (texto ao lado) perduraram até 2011: só nesta data terminou o período de amortizações dos novos títulos em que a dívida reestruturada foi convertida na altura.



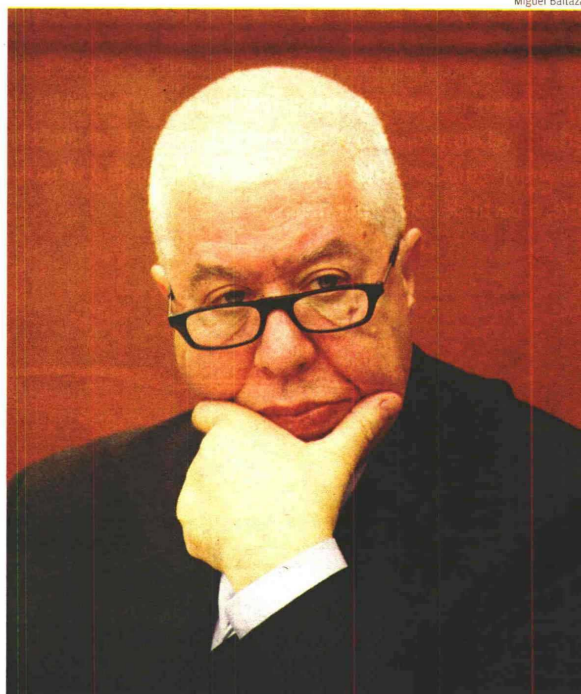
Portugal a caminho de um “default”?

Última bancarrota em Portugal “roubou” 30% aos investidores

Portugal entrou quatro vezes em bancarrota. A última foi há mais de 100 anos, e demorou dez a negociar. O epílogo foi em 1902



Oliveira Martins | Ministro da Fazenda em 1892, contava com a “roda da fortuna” para retirar Portugal da crise.



Teixeira dos Santos | Mais de um século depois, o ministro das Finanças aponta o dedo à crise financeira internacional.

ELISABETE MIRANDA
RUI PERES JORGE

Já lá vão mais de cem anos desde que Portugal declarou a última bancarrota da sua História. Nessa altura, sofreram os contribuintes, os funcionários do Estado, mas também os credores internos e externos, que viram esfumar-se 30% dos empréstimos que tinham feito ao reino.

Na história que levou o País a uma situação de ruptura encontram-se traços familiares com a actualidade. Portugal conviveu anos a fio com graves desequilíbrios financeiros e défices orçamentais crescentes, tendo-se deixado cair num “estado verdadeiramente anormal de consumir exclusivamente produtos estrangeiros e de trabalhar exclusivamente com capitais estrangeiros”. O diagnóstico feito pelo historiador Oliveira Martins no primeiro discurso que dirigiu aos parlamentares em 1892, e onde assumiu: “ou nós conseguimos, por um acto de energia, por um movimento de dedicação patriótica, equilibrar o orçamento imediatamente, ou estamos perdidos”.

O alarme não era para menos. Enquanto as despesas cresciam descon-

troladamente, no Brasil, a deposição de D. Pedro II em 1889 ditou uma quebra substancial das remessas de emigrantes para Portugal. No Reino Unido, o principal banqueiro do tesouro nacional, a Baring Brothers, suspendeu os pagamentos. A sucessão de acontecimentos foi vertiginosa: os bancos nacionais, em ricochete, suspendem também os pagamentos, os caminhos-de-ferro entram em dificuldades, o Banco de Portugal vê as reservas esgotarem-se e os credores inquietam-se.

A solução, como hoje em dia, foi impor uma pesada factura aos agentes económicos. Cem anos depois, no livro “o Ministério das Finanças”, Guilherme d’Oliveira Martins, sobrinho-bisneto do historiador e efêmero ministro da Fazenda, passa em revista algumas das medidas draconianas decretadas na altura e continuadas pelo governo de Hintze Ribeiro: corte de vencimentos, supressão de verbas orçamentais, aumento dos impostos mais maneáveis, pagamento de obras públicas com dívida pública.

É também nesta altura que se dá início das negociações para um acordo com os credores, que levaria o historiador Oliveira Martins a retirar-

se, quatro meses depois de ter cumprido “o papel mais ingrato” que alguma vez lhe fora atribuído, como o tinha classificado no seu discurso perante os deputados.

Além do desconto de 30% na dívida interna paga no País, o Estado importaria ainda uma “redução dos juros da dívida externa a um terço do seu valor em ouro, permitindo a conversão deste crédito em dívida interna”, lembra o presidente do TC. O processo arrastou-se e só conheceria desfecho uma década depois, em 1902, com a conversão de toda a dívida externa em títulos de 3%.

No meio das convulsões políticas e da austeridade económica, a História portuguesa fica também marcada pela humilhação que os credores estrangeiros nos pretenderam infligir. Guilherme d’Oliveira Martins recorda as tentativas da Alemanha para sensibilizar outras potências europeias para um acto de intimidação no Tejo, num acto semelhante ao que acabou por se concretizar por exemplo na Tunísia (1870), Egipto (1882), Turquia (1882), Grécia (1898), Marrocos (1905), e que, nalguns casos, conduziram mesmo à perda de soberania.

As nações não morrem senão voluntariamente – só morrem quando os indivíduos estão mortos.

OLIVEIRA MARTINS

Historiador, em 1892, durante a sua efêmera passagem pelo Governo

GLOSSÁRIO

A crise tem reavivado vários vocábulos na linguagem financeira. À medida que a crise evolui, diferentes segmentos da estrutura económica têm estado sob pressão. E desde há um ano e meio para cá, são as contas públicas que recebem toda a atenção. Leia aqui a descrição simplificada dos principais termos que por estes dias dominam o noticiário.

“BAILOUT”, RESGATE

É o nome que designa à ajuda que é concedida a uma entidade que entra em apuros financeiros. Os empréstimos que a União Europeia e o FMI vão conceder a Portugal configuram um “bailout” ou um resgate.

“DEFAULT”, BANCARROTA, INCUMPRIMENTO

Define o momento em que uma entidade deixa de ter liquidez para pagar os juros do dinheiro que pediu emprestado, ou para devolver o capital ao credor. Quando um Estado entra em bancarrota, tem de renegociar as condições do seu empréstimo, renegociação essa que pode levar a alterações no valor dos juros prometidos, na maturidade dos títulos ou no valor do capital. Em regra, os credores preferem negociar a ir para tribunal, uma vez que os soberanos estão juridicamente bem protegidos (ver páginas 6 a 8).

REESCALONAMENTO, REESTRUTURAÇÃO, RENEGOCIAÇÃO DE DÍVIDA

É um processo com consequências semelhantes aos descritos no ponto anterior, mas ocorre ainda antes de os Estados chegarem ao “fim da linha”. Os governos tomam a iniciativa de se sentarem à mesa com os credores, antes de entrarem em incumprimento. A História mostra que esta antecipação costuma ser premiada pelos investidores (página 10).

“HAIRCUT”, DESCONTO

É a perda de capital e/ou juros que decorre de uma renegociação de dívida ou do incumprimento no pagamento dos seus juros ou reembolsos.