

RENEGOCIAÇÃO DAS CONDIÇÕES DOS EMPRÉSTIMOS DO MEEF E FEEF: O QUE É QUE PORTUGAL GANHA?

No seguimento da aprovação do terceiro pacote de ajuda financeira à Grécia, em Janeiro Portugal entregou à Comissão Europeia um pedido de alargamento do prazo dos empréstimos dos Mecanismo Europeu de Estabilidade Financeira e do Fundo Europeu de Estabilidade Financeira. Tendo por base o bom desempenho e as avaliações positivas do programa português, bem como a revisão das condições aplicadas aos países intervencionados após a aprovação do segundo programa de ajuda à Grécia, atribuímos uma elevada probabilidade a que o pedido português seja aceite. Quais os benefícios associados a esta renegociação?

Na Cimeira dos ministros das finanças da área do euro de 26-27 Novembro, foi acordado, em conjunto com o FMI, a revisão das condições atribuídas à Grécia no âmbito do Programa de Assistência Financeira. A revisão das condições associadas aos empréstimos do Fundo Europeu de Estabilidade Europeu resume-se a:

- a) Alargamento das maturidades máximas dos empréstimos em 15 anos;
- b) Atribuição de um período de carência de juros de 10 anos;
- c) Redução da margem sobre a Euribor a 3 meses de 150 pontos base para 50 pontos base;

De acordo com o FMI, a revisão das condições dos empréstimos, permitirá aliviar os encargos da dívida da Grécia em 2.6% do PIB em 2020, dos quais 2 pontos percentuais relativos à redução da taxa de juro e 0.6pp relativos à redução das comissões.

Para além da renegociação das condições dos empréstimos do FEEF, foram também adiadas as metas para o excedente primário de 4.5% do PIB em 2014 para 2016; do rácio de dívida pública de 120% do PIB para 124% em 2020; o BCE abdica dos lucros obtidos ao abrigo do programa de compra de dívida pública grega (SMP); adicionalmente, foi acordado com os parceiros europeus um programa de recompra de parte das obrigações emitidas pelo Estado grego; bem como na adopção de medidas não especificadas a serem implementadas em 2014-15.

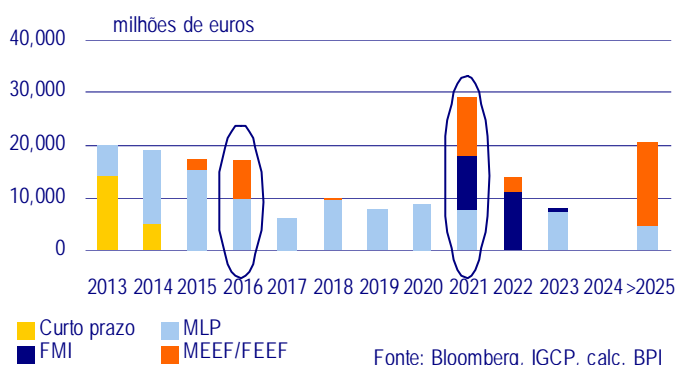
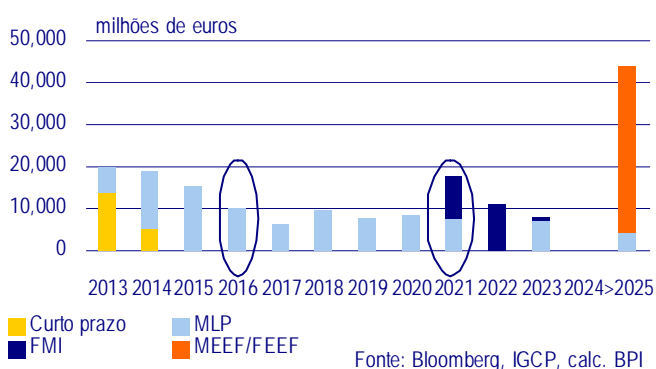
Impacto da renegociação das condições do empréstimo à Grécia em 2020 (% do PIB)

Recompra de dívida	10.0 pp
Redução da taxa de juros	2.0 pp
Eliminação da comissão	0.6 pp
Transf. dos lucros do SMP	4.6 pp
Medidas não especificadas	2.8 pp
Total	20.0 pp

Fonte: FMI.

Na sequência da decisão do Eurogrupo, Irlanda e Portugal pediram em Janeiro de 2013, o alargamento dos prazos dos empréstimos concedidos pelo Mecanismo Europeu de Estabilidade Financeira e pelo Fundo Europeu de Estabilidade Financeira. O pedido de renegociação das condições dos empréstimos a Portugal, refere-se apenas à alteração das maturidades médias dos mesmos, estendendo-as para 30 anos o que compara com os actuais 15. Todavia, à semelhança do que foi observado aquando do segundo programa de assistência à Grécia não é de excluir a possibilidade de revisão das taxas de juro. Neste capítulo, refere-se que o cupão médio das emissões do FEEF até à data é de 1.4%, acomodando a redução do actual *all in cost* de Portugal de 3% nos empréstimos do MEEF e FEEF para 1.9%, assumindo que a amplitude de redução dos custos dos empréstimos portugueses será idêntica à obtida pela Grécia (110 pontos base).

Os benefícios imediatos para Portugal reflectir-se-iam na redução dos encargos com juros nos próximos dez anos e no alívio das necessidades de financiamento associadas ao actual calendário de reembolsos da dívida portuguesa, sobretudo em 2016 e 2021. Com efeito, tendo por base este calendário, a aprovação da extensão dos programas permitiria reduzir as necessidades brutas de financiamento em 7.3 e 11.4 mil milhões de euros, naqueles anos, respectivamente.

Calendário actual de reembolso da dívida portuguesa**Calendário reembolso da dívida portuguesa com renegociação de prazos dos empréstimos MEEF/FEEF**

Adicionalmente, as necessidades líquidas de financiamento do Estado reduzir-se-iam por via da diminuição dos encargos com juros da dívida durante o período de carência.

Opinião

Com a finalidade de estimar os custos/benefícios da renegociação dos empréstimos assumimos as seguintes hipóteses:

- A renegociação afectará os empréstimos do MEEF e do FEEF, ie 52 mil milhões de euros (2/3 do montante total do PAEF a Portugal);
- Simplificadamente, assumiu-se que os empréstimos são atribuídos numa única tranche, considerando-se um prazo médio e uma taxa de juro média para cada instrumento;
- No período de carência, adoptou-se a lógica de cálculo de juros simples;
- A taxa de actualização dos *cash flows* anuais tem por base as taxas de juros implícitas na curva de rendimentos do swap do euro (à data do cálculo) acrescidas de um prémio de risco estimado pelo DEEF;

Custos dos empréstimos do MEEF, FEEF e FMI

Renegociação das condições dos empréstimos do MEEF e FEEF: custos anuais com juros actualizados

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	Milhões de euros		
	2026	2027														
Condições actuais																
MEEF&FEEF	1,560	1,505	1,461	1,422	1,383	1,346	1,347	1,331	1,315	1,271	1,228	1,195	1,163	0	0	
FMI	1,066	1,029	998	972	945	230	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Custo Total	2,626	2,534	2,459	2,394	2,328	1,576	1,347	1,331	1,315	1,271	1,228	1,195	1,163	0	0	
Renegociação das condições																
Cenário 1: alargamento do prazo médio dos empréstimos para 30 anos com 10 anos de carência																
MEEF&FEEF	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1,596	1,554	1,512	1,470	1,429	
FMI	1,066	1,029	998	972	945	230	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Custo Total	1,066	1,029	998	972	945	230	0	0	0	0	1,596	1,554	1,512	1,470	1,429	
Cenário 2: alargamento do prazo médio dos empréstimos para 30 anos com 10 anos de carência e redução da taxa de juros em 1.1% (= à redução dos custos da Grécia)																
MEEF&FEEF	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	925	901	877	852	828	
FMI	1,066	1,029	998	972	945	230	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Custo Total	1,066	1,029	998	972	945	230	0	0	0	0	925	901	877	852	828	
Cenário 3: alargamento do prazo médio dos empréstimos para 30 anos																
MEEF&FEEF	1,560	1,505	1,461	1,422	1,383	1,346	1,347	1,331	1,315	1,271	1,228	1,195	1,163	1,131	1,099	
FMI	1,066	1,029	998	972	945	230	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Custo Total	2,626	2,534	2,459	2,394	2,328	1,576	1,347	1,331	1,315	1,271	1,228	1,195	1,163	1,131	1,099	

	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040	Custo	Milhões de euros Variação dos custos com juros %PIB	
Condições actuais																
MEEF&FEEF	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	17,529	-	
FMI	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	5,240	-	
Custo Total	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	22,769	-	-
Renegociação das condições																
Cenário 1: alargamento do prazo médio dos empréstimos para 30 anos com 10 anos de carência																
MEEF&FEEF	1,388	1,347	1,307	1,267	1,227	1,188	1,150	1,111	1,074	1,036	1,000	964	928	22,549	5,020	
FMI	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	5,240	-	
Custo Total	1,388	1,347	1,307	1,267	1,227	1,188	1,150	1,111	1,074	1,036	1,000	964	928	27,788	5,020	3.0%
Cenário 2: alargamento do prazo médio dos empréstimos para 30 anos com 10 anos de carência e redução da taxa de juros em 1.1% (= à redução dos custos da Grécia)																
MEEF&FEEF	805	781	758	735	712	689	667	644	622	601	580	559	538	13,072	-4,457	
FMI	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	5,240	-	
Custo Total	805	781	758	735	712	689	667	644	622	601	580	559	538	18,312	-4,457	-2.7%
Cenário 3: alargamento do prazo médio dos empréstimos para 30 anos																
MEEF&FEEF	1,068	1,036	1,005	975	944	914	884	855	826	797	769	741	714	31,288	13,759	
FMI	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	5,240	-	
Custo Total	1,068	1,036	1,005	975	944	914	884	855	826	797	769	741	714	36,528	13,759	8.3%

De acordo com as hipóteses assumidas, estima-se que nos dez anos de carência de juros Portugal reduziria os encargos com a dívida em cerca de 1.3 mil milhões de euros, em termos médios anuais, aliviando as necessidades de financiamento brutas da economia portuguesa no período de reestruturação da economia e do sector público em particular. Mas, o custo com juros associados ao programa de ajuda financeira agravar-se-á, na medida em que os juros relativos ao período de carência serão acumulados no saldo em dívida, aumentando o valor dos juros a pagar no futuro. Na melhor das hipóteses, o aumento dos custos com juros será de 5 mil milhões de euros (valor actual líquido), o que de acordo com o cenário do BPI para a economia portuguesa em 2013, representa 3% do PIB.

Opinião

Mas o efeito de agravamento dos custos com os juros resultantes do alargamento das maturidades médias dos empréstimos do MEEF e FEEF, é mais do que compensado pelos ganhos obtidos com o adiamento da amortização dos respectivos empréstimos. Considerando-se a alteração do prazo médio destes empréstimos para 30 anos, o benefício actualizado associado seria de 15 mil milhões de euros, ou seja 9% do PIB, no caso de renegociação do prazo, incluindo o período de carência de juros, e da taxa de juro, o benefício seria de 10.5 mil milhões de euros, ou seja 6.3% do PIB.

Resumo dos impactos associados à renegociação dos empréstimos MEEF/FEEF

	Custo actual do empréstimo em milhões de euros		Impacto nos Juros		Impacto no capital		Impacto total	
	Juros	Capital	milhões de euros	% do PIB	milhões de euros	% do PIB	milhões de euros	% do PIB
Condições actuais	17,529	38,767	-	-	-	-	-	-
Cenário 1: alargamento do prazo médio dos empréstimos para 30 anos com 10 anos de carência	22,549	30,930	5,020	3.0%	-7,837	-4.7%	-2,817	-1.7%
Cenário 2: alargamento do prazo médio dos empréstimos para 30 anos com 10 anos de carência e redução da taxa de juros em 1.1% (= à redução dos custos da Grécia)	13,072	28,313	-4,457	-2.7%	-10,454	-6.3%	-14,911	-9.0%
Cenário 3: alargamento do prazo médio dos empréstimos para 30 anos	31,288	23,792	13,759	8.3%	-14,975	-9.0%	-1,215	-0.7%

Fonte: BPI.

Resumidamente, a aceitação por parte dos parceiros europeus do pedido de Portugal, resultará em qualquer dos cenários num benefício para Portugal, na medida em que o benefício associado ao alargamento dos prazos médios dos empréstimos supera o agravamento dos custos com juros. A renegociação das condições dos empréstimos do MEEF/FEEF trará para Portugal um benefício mínimo (juros+capital) de 1.2 mil milhões de euros, ou seja 0.7% do PIB. No caso de revisão da taxa de juro, o benefício elevar-se-á para 14.9 mil milhões de euros, ou seja 9% do PIB.

Face, as hipóteses consideradas, parece mais razoável que a renegociação ocorra tendo por base o cenário 1, o qual permite um ganho para Portugal, sem prejuízo das condições dos emprestadores. Para além do impacto na alteração das condições do empréstimo, Portugal beneficiaria também da redução das necessidades brutas de financiamento no período de carência.