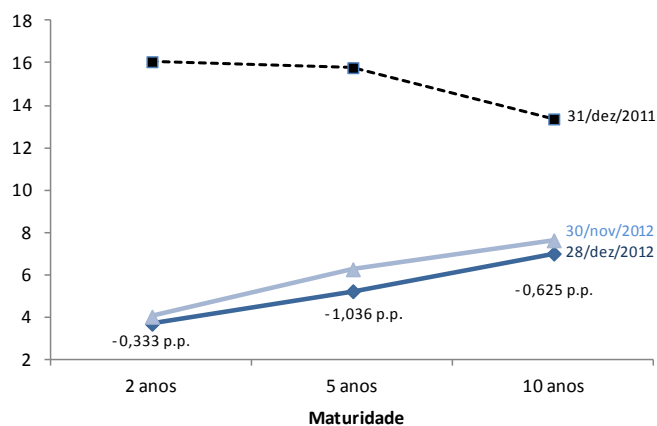


Condições de mercado

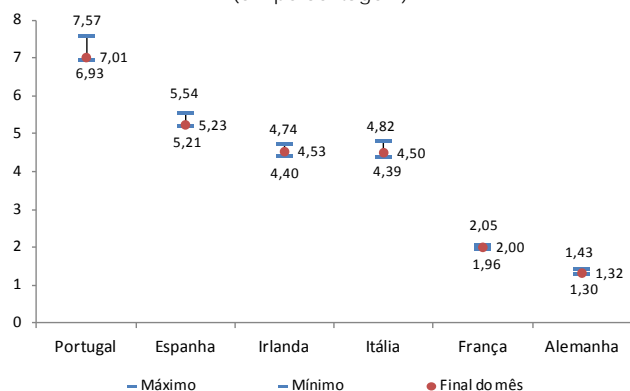
1 As *yields* da dívida soberana portuguesa e grega continuaram a diminuir em dezembro, atingindo valores próximos dos observados há cerca de dois anos atrás. As *yields* dos títulos de dívida pública de Portugal e da Grécia continuaram a evoluir favoravelmente em dezembro. No que diz respeito a Portugal, as *yields* das OT com uma maturidade de 10 anos decresceram para valores inferiores a 7%, atingindo um mínimo de 6,93% no dia 27 de dezembro. Recorde-se que, desde o início do mês de fevereiro de 2011, não se observavam *yields* abaixo daquela taxa. No que se refere às *yields* dos títulos com uma maturidade de 2 e de 5 anos, estas situaram-se abaixo de 4% e em torno de 5%, respetivamente. Se a redução das *yields* se continuar a verificar de uma forma sustentada, conjugando fatores internos e externos mais favoráveis, o regresso ao mercado primário poderá suceder de acordo com o plano delineado pelas autoridades portuguesas. Note-se que a última emissão de OT em mercado primário, excluindo a operação de troca que se efetuou em outubro de 2012, ocorreu em abril de 2011, com uma maturidade residual de cerca de 1 ano e uma taxa média de 5,8%, tendo sido colocados 1645 M€. Já a última emissão de uma OT com um prazo de 10 anos sucedeu em novembro de 2010, tendo nessa data sido colocados 686 M€, a uma taxa média de 6,8%.

Gráfico 1 – Curva de Rendimentos das Obrigações do Tesouro portuguesas (em percentagem)



Fonte: Bloomberg (online). | Nota: Com base nas *yields* das OT a 2, 5 e 10 anos.

Gráfico 2 – Intervalo de variação das *yields* no mês de dezembro (em percentagem)



Fonte: Bloomberg (online). | Nota: para títulos de dívida com maturidade a 10 anos.

2 A nível europeu, foram reafirmados os apoios aos países sob assistência financeira e alcançados progressos de âmbito institucional. Na sequência da avaliação maioritariamente positiva da equipa de técnicos que acompanha o programa de ajustamento grego e da revisão das condições associadas aos empréstimos dos parceiros europeus tendo em vista a recuperação de uma trajetória sustentável para a dívida pública grega, o Eurogrupo aprovou formalmente um novo desembolso do FEEF para este país, de 49,1 mil M€. No que diz respeito ao Chipre, o Eurogrupo assinalou progressos tendo em vista a implementação formal do programa de assistência económica e financeira, já discutido a um nível técnico. Por fim, destaca-se o acordo para a criação de um Mecanismo Único de Supervisão (MUS), a constituir pelo BCE e pelas autoridades nacionais de supervisão, cujo pleno funcionamento é condição para uma atuação direta do Mecanismo Europeu de Estabilidade (MEE) na recapitalização dos bancos. De acordo com o comunicado do Conselho da União Europeia, de 13 de dezembro, esta atuação “permitirá quebrar o ciclo vicioso entre os bancos e os Estados, que tem sido uma característica marcante da crise da dívida na Europa.”

Tabela 1 – Spread de títulos de dívida a 10 anos face à Alemanha (em pontos percentuais)

	31 dez 2009	31 dez 2010	30 dez 2011	30 mar 2012	29 jun 2012	28 set 2012	30 nov 2012	31 dez 2012	Var. mensal	Var. desde o início do ano
Espanha	0,6	2,5	3,2	3,6	4,8	4,5	3,9	3,9	0,0	0,7
França	0,2	0,4	1,3	1,1	1,1	0,7	0,7	0,7	0,0	-0,6
Itália	0,8	1,9	5,3	3,3	4,2	3,7	3,1	3,2	0,1	-2,1
Irlanda	1,5	6,0	6,6	5,1	4,9	3,7	3,1	3,2	0,1	-3,4
Portugal	0,7	3,6	11,5	9,7	8,6	7,6	6,3	5,7	-0,6	-5,8
Grécia	2,4	9,5	29,8	19,3	24,3	17,8	14,6	10,4	-4,2	-19,5

Fonte: Bloomberg (online). | Nota: o spread refere-se ao diferencial face à Alemanha para títulos de dívida com maturidade a 10 anos.

3 Ainda durante o mês de dezembro, foi divulgado o relatório técnico da Comissão Europeia sobre a 6.ª avaliação do Programa de Ajustamento Económico e Financeiro (PAEF) para Portugal. O relatório técnico da Comissão Europeia relativo à 6.ª avaliação do PAEF para Portugal foi divulgado em dezembro, cerca de um mês após a conclusão da referida avaliação. De acordo com este relatório, para manter a trajetória desejada de redução do défice público, é necessário empreender esforços adicionais de consolidação orçamental em 2013 e 2014. No que se refere à dívida pública, esta deverá atingir um máximo de 122,3% do PIB em 2014 e reduzir-se gradualmente daí em diante. Relativamente à 5.ª avaliação não há a assinalar diferenças significativas.¹ Para obter um défice estrutural de 0,5% do PIB (o objetivo de médio prazo) em 2015, é necessário um excedente primário de 3,5% nesse ano. No entanto, se o objetivo for o de manter o défice estrutural de 0,5% do PIB por um prazo mais longo, então serão necessários excedentes primários mais elevados. Caso este esforço adicional de consolidação venha a ocorrer, o peso da dívida pública no PIB poderá ser inferior a 100% no início da próxima década.

¹ Face à 5.ª avaliação, a nova estimativa para a dívida pública tem implícita uma revisão em baixa de 1,2 p.p. em 2014, e esta deve-se à centralização no IGCP de liquidez da CGA e da segurança social, de 1,3 mil M€ em 2012 e 0,5 mil M€ em 2013.

Movimento da dívida direta do Estado ²

4 O stock da dívida direta do Estado situou-se em 197 209 M€ no final de novembro de 2012. Este montante traduz um aumento de 22 522 M€ (+12,9%) face ao que se registava em igual mês de 2011 e de 3702 M€ (+1,9%) face ao verificado no final de outubro de 2012. A referida variação mensal deveu-se: i) ao desembolso de 1509 M€ por parte do FMI (no âmbito da 6.ª tranche do PAEF³); ii) à emissão líquida de BT - Bilhetes do Tesouro (1712 M€) e; iii) ao aumento (em 469 M€) do stock de CEDIC - Certificados Especiais de Dívida Pública de curto prazo.

Tabela 2 – Dívida direta do Estado
(stock em final de período, em milhões de euros)

	Nov-11	Out-12	Nov-12	tvh (%)
Titulada	127 774	120 723	122 979	-3,8
Curto prazo	19 333	23 902	26 167	35,3
Médio e longo prazo	108 441	96 822	96 812	-10,7
Não titulada	15 188	11 680	11 703	-22,9
Cert. Aforro	11 651	9 688	9 667	-17,0
Cert. do Tesouro	1 293	1 423	1 419	9,8
Outra	2 244	569	617	-72,5
Assist. Financeira	31 725	61 104	62 527	97,1
Total	174 687	193 507	197 209	12,9
Por memória:				
Transaccionável	122 792	115 014	116 801	-4,9
Não Transaccionável	51 894	78 494	80 408	54,9
Euro	172 594	171 560	173 764	0,7
Não euro	2 093	21 947	23 445	:

Fonte: IGCP e cálculos da UTAO. | Nota: os stocks, incluindo os empréstimos recebidos ao abrigo do PAEF, encontram-se valorizadas em termos nominais, exceto os títulos emitidos a desconto, que se encontram ao valor descontado.

5 A nova estimativa para as subscrições líquidas de certificados de aforro e do tesouro em 2012 deverá ter sido cumprida. Em novembro, o resgate líquido de certificados de aforro foi ligeiramente menos acentuado, tendo o stock diminuído para 9667 M€, do qual cerca de 43% respeita a capitalização acumulada (juros devidos pelo Estado).⁴ As novas metas para 2012 (apresentadas no relatório do OE/2013) deverão ser cumpridas, bastando para isso que, no mês de dezembro, os resgates líquidos de certificados de aforro e do tesouro não tenham ultrapassado 195 M€ e 12 M€, respetivamente.⁵ Com efeito, no caso dos certificados de aforro, a média mensal de resgates líquidos registada nos oito primeiros meses de 2012 (180 M€), diminuiu para 29 M€ nos três meses seguintes à entrada em vigor de condições de subscrição mais vantajosas. Por outro lado, desde que a subscrição de certificados do tesouro foi suspensa, os resgates mensais não ultrapassaram os 4,4 M€. Recorde-se, porém, que as previsões para as subscrições líquidas de certificados de aforro e do tesouro em 2012 foram objeto de uma significativa revisão, caso contrário o desvio global já ascenderia a cerca de 700 M€.⁶

² A informação mais recente respeita ao mês de novembro e corresponde apenas à dívida direta do Estado, a qual difere da dívida na ótica de *Maastricht*.

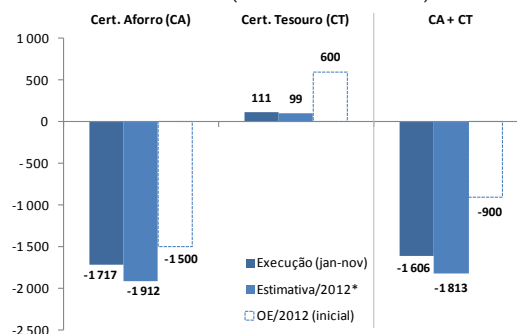
³ Que ficou completa em dezembro, com o desembolso de cerca de 800 M€ do FEEF.

⁴ De acordo com o Boletim estatístico do Banco de Portugal – dezembro de 2012. Note-se que, embora a dívida direta do Estado inclua a capitalização acumulada dos certificados de aforro, ela é excluída da definição de *Maastricht* para a dívida pública, uma vez que esta última é valorizada em termos nominais.

⁵ A subscrição de certificados do tesouro encontra-se suspensa, pelo que apenas se poderão verificar resgates até ao final do ano.

⁶ A estimativa para os resgates líquidos de certificados de aforro em 2012 foi revista em alta (+412 M€) e as subscrições líquidas de certificados do tesouro foram objeto de uma revisão em baixa (-501 M€) – ver Gráfico 3.

Gráfico 3 – Subscrição líquida de certificados de aforro e do tesouro em 2012 (em milhões de euros)



Fonte: IGCP e cálculos da UTAO. | Nota: (*) nova estimativa para 2012, apresentada no relatório do OE/2013.

6 O financiamento recebido ao abrigo do PAEF ascende a 61,7 mil M€ (ao valor de encaixe). No mês de dezembro verificou-se o desembolso de 796 M€ por parte do FEEF, completando assim a 6.ª tranche do PAEF. Deste modo, os empréstimos recebidos desde o início da vigência daquele Programa totalizam 61,7 mil M€, dos quais 40,4 mil M€ provenientes da União Europeia e 21,3 mil M€ do FMI. O montante recebido no ano de 2012 ficou em linha com a estimativa recentemente apresentada no relatório do OE/2013. Porém, ficou quase 3 mil M€ abaixo do previsto no relatório do OE/2012. Recorde-se que a aprovação das conclusões da 6.ª avaliação deverá ocorrer ainda no corrente mês e permitirá o desembolso da 7.ª tranche no valor de 2,5 mil M€ (1,6 mil M€ da U.E. e 0,9 mil M€ do FMI).

Tabela 3 – Desembolsos no âmbito do PAEF
(ao valor de encaixe e em milhares de milhões de euros)

	2011		2012		Total recebido
	Executado	Previsto	Executado	Previsto*	
TOTAL	34,2	33,0	27,5	27,6	61,7
FMI	13,1	12,9	8,2	8,2	21,3
U.E.	21,1	20,1	19,3	19,4	40,3
MEEF	14,1	14,1	7,9	8,0	22,0
FEEF	7,0	6,0	11,3	11,4	18,4

Fontes: IGCP e cálculos da UTAO. | Nota: (*) nova estimativa para 2012 (que consta no relatório do OE/2013); o montante total já desembolsado difere do indicado na Tabela 2 porque não inclui a margem exigida pelo FEEF acima do seu custo de financiamento, mais/menos valias e variações cambiais.

7 O financiamento total do PAEF poderá vir a ser superior ao montante inicialmente previsto. Como é sabido, o montante inicialmente acordado com as instituições internacionais ascendia a 78 mil M€ e seria repartido em partes iguais entre o FEEF, MEEF e o FMI. Contudo, este valor tem vindo a ser sucessivamente revisto em alta nos relatórios da Comissão Europeia de avaliação do PAEF. Inicialmente essas revisões prenderam-se exclusivamente com o financiamento do FMI, na medida em que os seus desembolsos não se encontram expressos em euros mas sim numa moeda compósita designada por Direito de Saque Especial (DSE).⁷ Com efeito, da valorização cambial do DSE face ao euro (ver Gráfico 4) resultou que os desembolsos já efetuados tenham sido superiores aos inicialmente previstos, podendo o mesmo vir a acontecer no futuro, caso se mantenha aquela apreciação. Contudo, no relatório da 6.ª avaliação, não foi apenas a parcela relativa ao FMI que aumentou mas também a do FEEF (em 2,4 mil M€). Este último poderá decorrer da alteração do perfil de remuneração do FEEF, na sequência da abolição da margem pré-paga (*loan specif cash buffer*) que se destinava a

⁷ O DSE representa um cabaz de moedas (euro, dólar, iene, e libra) e possui uma taxa de juro que é calculada semanalmente pelo FMI, resultando da média ponderada de taxas de referência das moedas que o compõem.

constituir uma reserva de liquidez. Deste modo, o financiamento total no âmbito do PAEF ascenderá a 82,2 mil M€ (mais 4,2 mil M€ do que o inicialmente previsto).⁸

Tabela 4 – Estimativa do total de desembolsos no âmbito do PAEF
(em milhares de milhões de euros)

Relatório	Data	MEEF	FEF	FMI	Total
PAEF inicial	Mai-11	26,0	26,0	26,0	78,0
3.ª avaliação	Abr-12	26,0	26,0	27,2	79,2
4.ª avaliação	Jul-12	26,0	26,0	27,5	79,5
6.ª avaliação	Dez-12	26,0	28,4	27,8	82,2

Fontes: Comissão Europeia e cálculos da UTAO. | Nota: os valores que constam do relatório da 6.ª avaliação são os referidos na Box 3 da pág. 29 (embora, na Tabela 9 da pág. 43 continue a figurar um total de 79,5 mil M€).

Gráfico 4 – Evolução da taxa de câmbio do DSE face ao euro
(em percentagem)



Fonte: Banco de Portugal e cálculos da UTAO. | Nota: os pontos assinalados a vermelho correspondem à data da liquidação dos desembolsos do FMI.

8 No âmbito do PAEF, as condições de financiamento do FMI e da União Europeia são distintas. De acordo com a estimativa para o custo médio de financiamento dos empréstimos contratados no âmbito do PAEF até dezembro de 2012, apresentada no último boletim mensal do ICGP, a taxa de juro média cobrada é de 3,4% e a maturidade média de 11,3 anos. Contudo, as condições de financiamento revelam-se bastante diferentes: a taxa de juro média cobrada pelo FMI é superior (em 1,1 p.p.) à da U.E.,⁹ e o prazo de reembolso é de cerca de metade do acordado com a U.E. Saliente-se que a diferença de taxas prende-se com diversos custos associados, decorrentes da contabilização de juros, comissões e taxa de câmbio.¹⁰ Note-se que, no seu relatório sobre a 6.ª avaliação do PAEF, a Comissão Europeia considera que estas condições de financiamento são “muito favoráveis”, acrescentando que as maturidades aplicadas a Portugal estão próximas dos limites máximos estabelecidos pelo MEEF, FEEF e FMI.

⁸ Esta questão terá sido evidenciada publicamente em primeiro lugar pelo *Financial Times*, no dia 28 de dezembro de 2012. Aquele jornal de referência também chamou a atenção para uma divergência face aos dados apresentados na Tabela 9 do relatório da Comissão Europeia, na qual o total de desembolsos é de 79,5 mil M€. Essa diferença poderá dever-se a uma desatualização da referida tabela, uma vez que entretanto uma fonte oficial da Comissão Europeia já terá admitido que “sem nenhuma condicionalidade acrescida, o empréstimo inicial de 78 mil milhões de euros deve passar a 81 ou a 82 mil milhões de euros”.

⁹ Ainda assim, note-se que a estimativa do ICGP para a taxa de juro média dos empréstimos do FMI tem vindo a diminuir (no boletim relativo ao mês de novembro ascendia a 4,7%, tendo-se agora reduzido para 4,1%, sem que entretanto tenham ocorrido mais desembolsos), o que é explicado pelo decréscimo da taxa de câmbio DSE/Euro nos últimos meses de 2012 (ver Gráfico 4).

¹⁰ A relevância desses custos associados encontra-se bem patente no relatório da Comissão Europeia sobre a 6.ª avaliação do PAEF (Box 3, pág. 29), onde se pode constatar que, em termos nominais, a taxa de juro base cobrada pelo FMI é inferior à do FEEF e do MEEF. Porém, o mesmo não acontece após serem contabilizados todos esses custos.

Tabela 5 – Estimativa do custo médio de financiamento do PAEF
(empréstimos até dezembro de 2012)

	Valor nominal (M€)	"All in" cost* (%)	Maturidade média (anos)
MEEF	22 100	3,0%	12,4
FEEF	19 478	3,0%	14,6
FMI	21 328	4,1%	7,3
Total	62 905	3,4%	11,3

Fontes: ICGP. | Nota: ao valor de encaixe, os desembolsos totalizam 61,7 mil M€; (*) estimativa de TIR incluindo todos os custos associados (juros, comissões e taxa de câmbio) mas não tendo em conta as *forwards* de taxa de juro e cambiais.

9 No mês de dezembro de 2012 não foram emitidos bilhetes do tesouro. Tal como referido pela UTAO na análise do mês passado, os leilões de BT que estavam inicialmente previstos para o mês de dezembro já não se realizaram porque o ICGP veio informar que o programa de financiamento de 2012 já se encontrava completo.

10 A nova estimativa para os “juros e outros encargos” do Estado em 2012 deverá ter sido cumprida com alguma margem. De acordo com a última síntese da execução orçamental publicada pela DGO, na ótica da contabilidade pública, os “juros e outros encargos” pagos pelo Estado até novembro ascenderam a 6773 M€, o que corresponde a 97,3% do total previsto no âmbito da nova estimativa para 2012. Assim, para que a nova previsão para os encargos com juros tenha sido cumprida, basta que, no último mês de 2012, aqueles encargos não tenham sido superiores a 187 M€. Atendendo a que, em dezembro, a maior parte daqueles pagamentos encontrava-se associada a BT e que estes deverão ter ascendido a 76 M€ em dezembro, tudo indica que o montante de juros pagos pelo Estado tenha sido inferior ao que consta na nova estimativa para 2012. Note-se que essa margem teria sido muito superior face aos anteriores referenciais, uma vez que a previsão de “juros e outros encargos” do Estado para 2012 foi objeto de sucessivas revisões em baixa: -684 M€ no 1.º OER/2012 e -369 M€ no âmbito da estimativa para 2012, apresentada no relatório do OE/2013.

11 Até novembro, a receita de privatizações aplicada na amortização da dívida pública ascendeu a pouco mais de 1/3 do montante estimado para 2012. De acordo com os dados publicados pela DGO,¹¹ a receita do Estado proveniente da alienação de partes sociais de empresas ascendeu a 160 M€¹² até novembro e a respetiva transferência do OE para o Fundo de Regularização da Dívida Pública (FRDP), destinada à amortização da dívida pública, totalizou 760 M€.¹³ De acordo com a nova estimativa para 2012, a receita de privatizações deverá contribuir para uma redução das necessidades de financiamento de 2012 em cerca de 2,2 mil M€.¹⁴ Tal desiderato implica que as restantes parcelas provenientes da reprivatização da EDP e da REN terão que ter sido recebidas pelo Estado e aplicadas na amortização da dívida no passado mês de dezembro, no montante de 1,4 mil M€. No entanto, ainda não existe informação disponível que permita confirmar estas operações e respetivos montantes.

12 Em 2013, as necessidades de financiamento decorrentes da amortização da dívida de curto prazo (incluindo juros) deverão ascender a 23,8 mil M€, o que implicará refinarciar pelo menos 20,4% do stock de dívida transacionável. O pagamento do montante mais expressivo ocorrerá em

¹¹ Síntese da execução orçamental – dezembro de 2012.

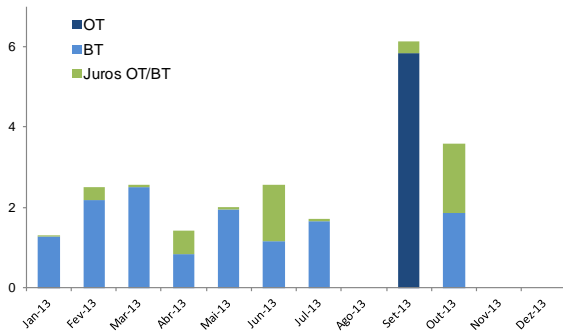
¹² Montante respeitante à privatização da REN.

¹³ O diferencial (600 M€) decorre do facto da primeira parcela proveniente da reprivatização da EDP, recebida em dezembro de 2011, apenas ter sido aplicada na amortização da dívida no exercício de 2012.

¹⁴ Ver Capítulo III.3.2.1. do relatório do OE/2013.

setembro (mais de 6 mil M€ respeitantes a OT).¹⁵ Refira-se que, nos meses de junho e de outubro, o pagamento de juros deverá ascender a 1,4 e 1,7 mil M€, respetivamente.

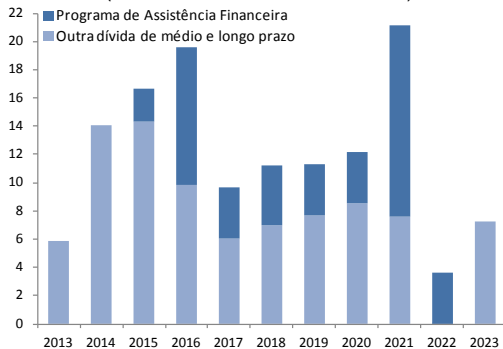
Gráfico 5 – Amortização da dívida e pagamento de juros nos próximos 12 meses (em milhares de milhões de euros)



Fonte: IGCP e cálculos da UTAO. | Nota: (*) o valor a amortizar em setembro de 2013 já não inclui o montante resultante da oferta de troca de OT (3,75 mil M€); o gráfico não inclui acordos de recompra (*Repos*); consideram-se apenas as amortizações relativas ao stock da dívida viva (e após swaps).

13 Até ao final de 2016, a amortização do stock vivo de dívida de médio e longo prazo deverá atingir 56,2 mil M€. Tal como anteriormente referido, as necessidades de amortização em 2013 diminuiram na sequência da amortização antecipada (parcial) de uma OT, cujo prazo de amortização passou para 2015. Assim, no corrente ano, a amortização de dívida ascenderá a 5,9 mil M€. Não será de excluir a realização de operações semelhantes num futuro próximo, atendendo a que a dívida a vencer em 2014 atinge os 14,1 mil M€.¹⁶ O regresso às emissões em mercado terá necessariamente que ter em conta a escolha de maturidades que evitem a criação de excessivas concentrações temporais de amortizações. Com efeito, as amortizações de montante mais expressivo deverão ocorrer em 2016 e 2021 (cerca de 20 mil M€, em média), sendo que nesses anos as amortizações dos empréstimos no âmbito do PAEF deverão corresponder a 9,7 e 13,6 mil M€, respetivamente.¹⁷

Gráfico 6 – Amortização de dívida até 2023 (em milhares de milhões de euros)



Fonte: IGCP. | Nota: considera-se apenas o stock da dívida vigente, não se efetuando qualquer estimativa para os montantes e as datas de amortização das futuras emissões; não se consideram as amortizações de dívida a efetuar em 2012 no âmbito do PAEF, por ser de curto prazo.

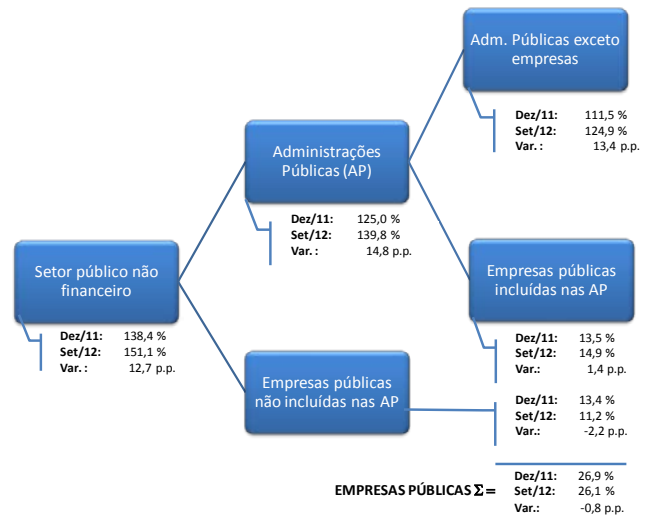
¹⁵ Este valor seria superior se em outubro não tivesse sido realizada uma oferta de troca de OT (3,75 mil M€), cuja data de amortização passou para 2015. De acordo com informação oficial, a taxa de juro da troca foi de 5,12%, sendo que 76% da troca terá sido feita por instituições residentes. Esta predominância de residentes foi justificada pelo Ministério das Finanças com facto de os detentores da obrigação serem sobretudo nacionais, uma vez que essa OT foi emitida ainda em escudos.

¹⁶ A propósito, refira-se que no programa de financiamento para 2013, recentemente divulgado pelo IGCP, é referido que "o IGCP continuará a explorar oportunidades para a realização de ofertas de troca" e que a emissão em mercado primário de OT também será explorada, "se as condições de mercado e procura de títulos dívida portuguesa continuarem a evidenciar desenvolvimentos positivos". O IGCP espera também um "contributo líquido positivo resultante de uma oferta alargada de produtos a retalho".

¹⁷ A amortização dos empréstimos contraídos no âmbito do PAEF deverá ter início em 2015 (2,3 mil M€).

14 A dívida do setor público não financeiro mantém uma trajetória ascendente. A dívida do setor público não financeiro¹⁸ ascendeu, no final do 3.º trimestre de 2012, a 151,1 % do PIB, aumentando 12,7 p.p. face ao observado no final de 2011. Caso se excluam as empresas públicas, o incremento foi ainda superior, tendo passado de 111,5% no final de 2011 para 124,9% no final de setembro de 2012. Com efeito, ainda que a dívida das empresas incluídas no perímetro das administrações públicas tenha aumentado 1,4 p.p., a dívida das empresas públicas não incluídas no perímetro mais do que compensou esse aumento, tendo-se reduzido 2,2 p.p. do PIB, para 11,2% no final de setembro de 2011.

Ilustração 1 – Dívida do setor público não financeiro (em percentagem e em pontos percentuais do PIB)



Fonte: Banco de Portugal (Dívida Pública Trimestral), INE (Contas trimestrais por setor institucional) e cálculos da UTAO. | Nota: não inclui a dívida de empresas públicas financeiras (como por exemplo a CGD e a Parpública). O PIB utilizado é o que se encontra subjacente às Contas Trimestrais por Setor Institucional, do INE, e não se encontra corrigido de sazonalidade.

15 A dívida pública (na ótica de Maastricht) aumentou, tendo-se situado em 119,8% do PIB no final do 3.º trimestre de 2012. A dívida pública na ótica de Maastricht manteve uma trajetória ascendente, tendo aumentado 2,9 mil M€ (+ 2,4 p.p do PIB) face ao verificado no final do trimestre anterior e 16,4 mil M€ face ao final do ano 2011. De acordo com 6.ª avaliação do PAEF, a dívida pública na ótica de Maastricht prevista pelo FMI e pela Comissão Europeia para o final do ano 2012 é de 120% do PIB. Embora no final do 3.º trimestre a dívida pública já se encontre muito próxima do referido limite, não se pode desde já concluir que o ultrapassará no final de 2012. Com efeito, à semelhança do sucedido no 4.º trimestre de 2011, o rácio da dívida pública de Maastricht no PIB ainda poderá diminuir até ao final do ano. Essa redução poderá resultar, por exemplo, da utilização da liquidez existente (cerca de 17,3 mil M€ em depósitos em setembro de 2012) em amortizações de títulos de dívida pública ou para a concessão de empréstimos a empresas públicas incluídas no perímetro de consolidação, que se destinem à amortização de passivos junto de outras entidades não públicas. De acordo com o relatório técnico da Comissão Europeia relativo à 6.ª avaliação do PAEF, a centralização de liquidez da CGA e da segurança social no IGCP, em cerca de 1,3 mil M€ em 2012, também terá

¹⁸ Corresponde à dívida não consolidada das administrações públicas, acrescida da dívida das empresas públicas não incluídas no perímetro de consolidação. Esta inclui: empréstimos, títulos de dívida, certificados de aforo e do Tesouro, créditos comerciais e outras responsabilidades.

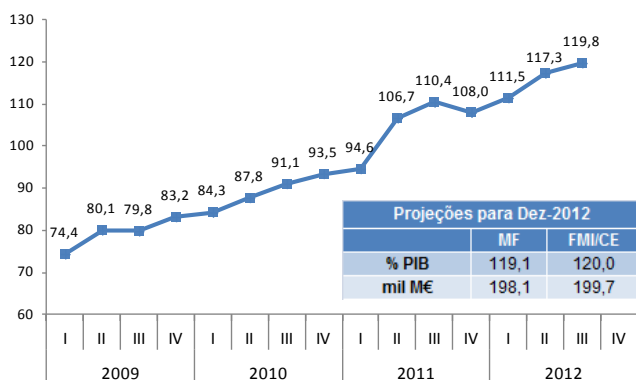
contribuído para atenuar o aumento da dívida pública (na ótica de *Maastricht*).¹⁹

Tabela 6 – Dívida pública sob óticas diversas (em milhares de milhões de euros, em percentagem e em pontos percentuais do PIB)

	Dez-11		Set-12		Var. até 3.º trim.	
	mil M€	% PIB	mil M€	% PIB	mil M€	em p.p.
(1) Dívida não consolidada das administrações públicas	213,8	125,01	234,7	139,81	20,9	14,8
(2) Dívidas entre entidades das administrações públicas	25,6	15,01	29,6	17,61	4,0	2,7
(3)=(1-2) Dívida consolidada das administrações públicas	188,2	110,1	205,1	122,2	16,9	12,1
(4) Créditos comerciais obtidos pelas administrações públicas	3,5	2,1	4,1	2,4	0,5	0,4
(5)=(3-4) Dívida na ótica de Maastricht	184,7	108,0	201,1	119,8	16,4	11,8
(6) Depósitos da administração central	14,3	8,41	17,3	10,31	3,0	1,9
(7)=(5-6) Dívida na ótica de Maastricht líq. de depósitos da administração central	170,4	99,6	183,7	109,4	13,4	9,8

Fonte: Banco de Portugal (Dívida Pública Trimestral) e INE (Contas trimestrais por setor institucional) e cálculos da UTAO. | Nota: O PIB utilizado é o que se encontra subjacente às Contas Trimestrais por Setor Institucional, do INE, e não se encontra corrigido de sazonalidade.

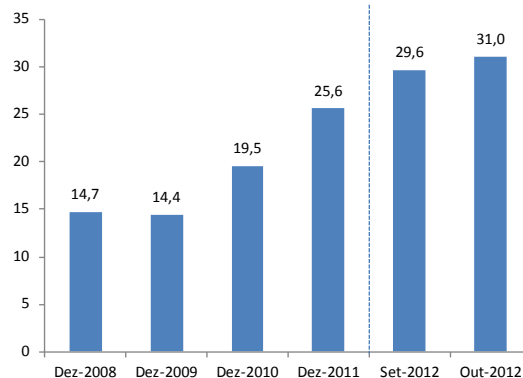
Gráfico 7 – Dívida pública na ótica de Maastricht (em percentagem do PIB acumulado de quatro trimestres)



Fontes: Banco de Portugal (Dívida Pública Trimestral) e INE (Contas trimestrais por setor institucional) e cálculos da UTAO. | Nota: a definição utilizada para a dívida pública na ótica de *Maastricht* é a estabelecida no âmbito do procedimento dos défices excessivos i.e. em termos brutos e consolidada. O PIB utilizado é o que se encontra subjacente às Contas Trimestrais por Setor Institucional, do INE, e não se encontra corrigido de sazonalidade. No âmbito da 6.ª avaliação do PAEF a estimativa para a dívida pública no final de 2012 foi revista em alta, de 119,1% do PIB para 120% do PIB.

16 Os ativos/passivos entre entidades das administrações públicas aumentaram nos primeiros nove meses de 2012. Os passivos/ativos entre entidades das administrações públicas (os quais constituem os elementos de consolidação) aumentaram 4 mil M€ face ao verificado no final de 2011, atingindo 29,6 mil M€ no final de setembro. Para esta variação terão contribuído, entre outros fatores, os empréstimos concedidos pelo Estado às empresas públicas incluídas no perímetro de consolidação e os depósitos no IGCP que resultam da liquidez de alguns organismos públicos.

Gráfico 8 – Ativos/passivos entre entidades públicas (em milhares de milhões de euros)

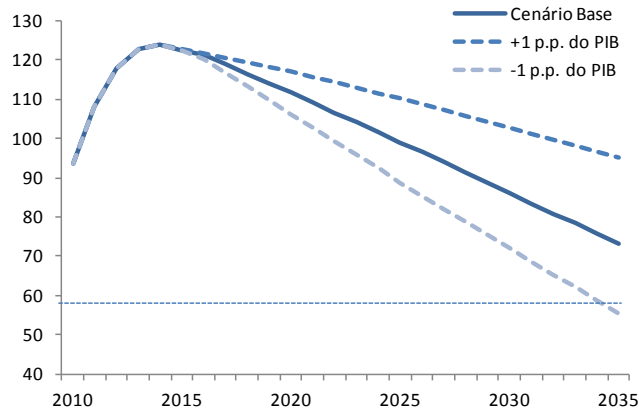


Fonte: Banco de Portugal (Dívida Pública Trimestral) | Nota: "os passivos/ativos entre entidades das administrações públicas" compreendem os ativos das administrações públicas que são ao mesmo tempo passivos emitidos pelas próprias administrações públicas e, por isso, constituem os elementos de consolidação.

Sustentabilidade da dívida pública a longo prazo

17 O cenário base subjacente à 6ª avaliação do PAEF aponta para uma trajetória descendente para a dívida pública a partir de 2014. Neste capítulo, apresenta-se uma análise (ainda preliminar) da sustentabilidade da dívida pública até 2035. O cenário base para a referida análise assenta num conjunto de hipóteses que se apresentam seguidamente. Assumiram-se os pressupostos da 6.ª avaliação do PAEF para o crescimento do PIB (nominal e real), para as taxas de juro e para o ritmo de consolidação orçamental. A partir de 2016, assumiu-se um excedente primário de 3% do PIB e um crescimento do PIB nominal de 4% (2% de crescimento do PIB em volume e 2% de crescimento dos preços). De acordo com este cenário base, a dívida pública atingirá um ponto de viragem em 2014, reduzindo-se progressivamente até atingir cerca de 75% do PIB em 2035.

Gráfico 9 – Sensibilidade à evolução da atividade económica (em percentagem do PIB)



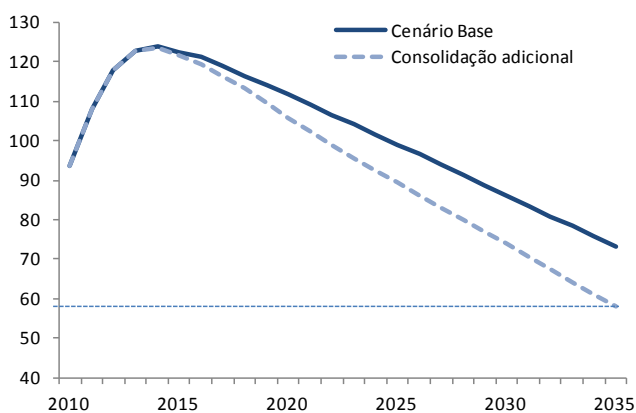
Fonte: Comissão Europeia e cálculos da UTAO.

18 A taxa de crescimento do PIB revela-se determinante para a trajetória da dívida pública. A sensibilidade deste tipo de exercício à variação do produto é de tal ordem significativa, que uma alteração de um ponto percentual na taxa de crescimento do PIB resulta em trajetórias para a dívida pública muito diferentes. A título exemplificativo, um crescimento do PIB nominal de 5% por ano (em vez de 4%), seria suficiente para garantir uma dívida pública de cerca 60% do PIB em 2035. No entanto, caso o crescimento do PIB nominal venha a ser em média de 3%, a dívida pública situar-se-á a um nível superior ao verificado aquando do surgimento da crise da dívida soberana.

¹⁹ Com o recurso destas entidades aos serviços bancários disponibilizados pelo IGCP ter-se-á estendido o princípio da unidade de tesouraria, sendo que até ao momento estavam abrangidos os serviços integrados, os fundos e serviços autónomos, e algumas entidades públicas empresariais (ver Lei do OE/2012). De acordo com o relatório da proposta do OE/2013, em agosto de 2012 estariam centralizados no IGCP cerca de 10,6 mil M€ em aplicações de tesouraria (7,1 mil M€ em dezembro de 2011), quando ainda não se encontravam depositados os fundos provenientes da segurança social.

19 A redução da dívida pública ao ritmo definido no âmbito da nova arquitetura europeia para os procedimentos orçamentais deverá obrigar a excedentes primários mais elevados. A recente proposta de alteração da Lei de Enquadramento Orçamental (LEO), que tem por objetivo transpor para a ordem jurídica interna a nova arquitetura europeia em termos de regras e de procedimentos orçamentais, tem subjacente uma regra no que diz respeito ao limite da dívida pública. Segundo esta, a relação entre a dívida e o PIB deverá ter o valor de referência de 60%, ficando os Estados obrigados a reduzir o montante da dívida pública, na parte em que exceda o valor de referência, a uma taxa média de 1/20 por ano, numa média de 3 anos.²⁰ A aplicação da referida regra, aliada à necessidade de alcançar o objetivo de médio prazo para o saldo estrutural já em 2015 (-0,5%), face ao cenário base acima apresentado, implicará uma consolidação orçamental adicional, que permita a obtenção de excedentes primários crescentes e superiores a 4% do PIB até 2020, reduzindo-se gradualmente nos anos seguintes, mas em níveis sempre superiores a 3% do PIB.²¹

Gráfico 10 – Sensibilidade a uma consolidação orçamental adicional
(em percentagem do PIB)

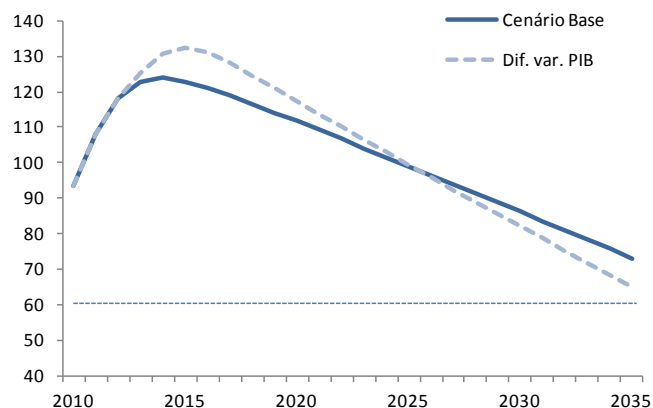


Fonte: Comissão Europeia e cálculos da UTAO.

20 Um cenário macroeconómico mais agravado no curto prazo e mais favorável no longo prazo teria necessariamente consequências na trajetória da dívida pública. O PAEF tem subjacente que a concretização das reformas estruturais ao nível dos mercados de trabalho e dos produtos, mas também ao nível da estrutura Estado, irá ter efeitos positivos no produto potencial a médio e a longo prazo, na medida em que deverá produzir ganhos de eficiência na afetação dos recursos e libertará meios para o setor privado. Todavia, no curto prazo, os efeitos decorrentes da consolidação orçamental e da fase de implementação dessas reformas poderão ser mais negativos do que aqueles que se encontram para já previstos, como parecem indicar algumas projeções não oficiais. Procurando transpor estas implicações ao nível da atividade económica para a análise da sustentabilidade da dívida pública, i.e. admitindo um cenário macroeconómico menos favorável no curto prazo e um aumento do crescimento do PIB potencial (por hipótese) de 1 p.p. a médio e longo prazo, constata-se que seria possível atingir uma dívida pública não

muito distante do limite de 60% do PIB em 2035. Porém, um cenário macroeconómico mais agravado no curto prazo teria necessariamente consequências na trajetória da dívida pública nos próximos anos (com um nível máximo superior ao do cenário base em 10 p.p. do PIB e um ponto de viragem mais distante), quando ainda não se terão feito sentir plenamente os efeitos positivos das reformas estruturais.

Gráfico 11 – Sensibilidade a diferentes pressupostos para a evolução da atividade económica a curto e a longo prazo
(em percentagem do PIB)



Fonte: Comissão Europeia e cálculos da UTAO.

21 Existem outros fatores que podem condicionar a evolução da dívida pública e que estão sujeitos a um certo grau de discricionariedade neste tipo de análise, nomeadamente, i) no sentido de aumentar a dívida pública: custos adicionais com PPP e a inclusão das dívidas de empresas públicas; e ii) no sentido de diminuir a dívida pública: as receitas de privatizações, a reversão dos fundos destinados à recapitalização da banca; a utilização da liquidez que se encontra constituída por motivos de precaução. A nível mais estrutural, os gastos decorrentes do envelhecimento da população é um dos fatores que é habitualmente apontado como condicionante da trajetória da dívida pública.

²⁰ Para além da referida regra para a dívida, encontra-se igualmente definida uma regra para o saldo estrutural, o qual corresponde ao saldo das administrações públicas (definido de acordo com o Sistema Europeu de Contas Nacionais e Regionais) corrigido dos efeitos cíclicos e de medidas extraordinárias, sendo que este não poderá ser inferior ao objetivo anualmente fixado no Programa de Estabilidade e Crescimento. Enquanto não for atingido o objetivo de médio prazo, o ajustamento anual do saldo estrutural não pode ser inferior a 0,5% do PIB e a taxa de crescimento da despesa pública, líquida de medidas extraordinárias do lado da receita, não pode ser superior à taxa de referência de médio prazo de crescimento do PIB potencial, tal como definido no Pacto de Estabilidade e Crescimento.

²¹ Saliente-se que, em 2012, o saldo primário deverá ter sido de -0,8% do PIB (-1,8% líquido de receitas temporárias), o que implicará consolidações orçamentais adicionais nos próximos anos até se atingir um excedente primário entre 3 a 4% do PIB.