

Condições de mercado

1 O mês de janeiro caracterizou-se pelo sentimento de aversão ao risco por parte dos investidos internacionais, os quais procuram ativos de menor risco. A instabilidade verificada nos mercados emergentes teve como consequência um aumento da procura de ativos de menor risco, por efeito de refúgio. Observou-se uma queda nos principais mercados acionistas, nomeadamente do índice norte-americano S&P 500, em 3,6%, e do Índice acionista *Nikkei*, em 8,5%, e nos mercados de matérias-primas, designadamente o petróleo (-3,3%) e o cobre (-4,0%). Por outro lado, registou-se um aumento do preço e, consequentemente, uma redução das taxas de rendibilidade da dívida pública norte-americana (em 38,4 p.b., encerrando em 2,64% nos títulos com maturidade a 10 anos) e alemã (em 27 p.b., atingindo 1,659%), bem como a subida do preço do ouro (3,2%).

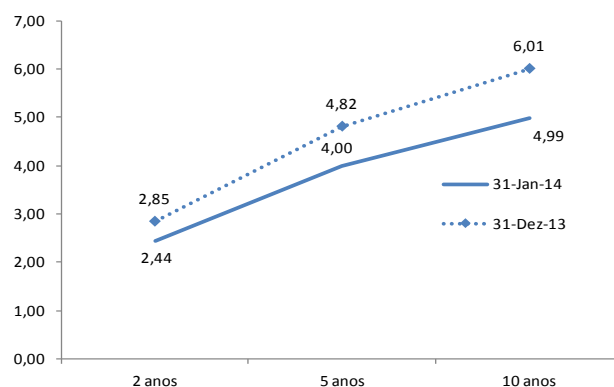
2 Em janeiro, observou-se uma melhoria das expetativas relativamente ao desempenho económico da área do euro. Para tal contribuíram os dados animadores relativos à economia europeia, quer quantitativos, como os dados referentes à balança comercial e ao mercado de trabalho, quer qualitativos, com uma melhoria dos indicadores de confiança dos empresários e dos consumidores, dos quais se destaca pela positiva os relativos a Portugal. De realçar, ainda, o crescimento, em cadeia, da economia espanhola no 4.º trimestre, o que se mantém pelo segundo trimestre consecutivo.

3 Nos EUA, a Reserva Federal manteve a intenção de reduzir o programa de compra de ativos. Na última reunião presidida por Ben Bernanke, a FED decidiu reduzir as suas compras mensais nos mercados obrigacionistas de 75 mil milhões para 65 mil milhões de dólares. A diminuição da política monetária expansionista dos EUA, e a consequente valorização do dólar, terá tido como impacto imediato a saída de fluxos financeiros das economias emergentes para outros ativos de maior rendibilidade, designadamente para os países periféricos da área do euro.¹

4 A queda da inflação na área do euro terá contribuído para pressionar o BCE a prosseguir uma política monetária expansionista. Na reunião mensal de fevereiro, o BCE manteve as taxas de juro de referência para a zona euro em 0,25% e as taxas das facilidades de depósito e empréstimos em 0,0% e 0,75%, respetivamente.² Para tal contribuiu a redução da taxa de inflação da área do euro em janeiro, pelo quarto mês consecutivo abaixo de 1%, circunstância que terá gerado receios de entrada num período deflacionista. Apesar de sinais de melhoria, o débil desempenho económico da área do euro ainda terá exercido o seu efeito no movimento de redução da taxa de inflação nos últimos meses.

5 A taxa de rendibilidade da dívida portuguesa com maturidade a 10 anos atingiu, em janeiro, o valor mais baixo desde agosto de 2010. A taxa de rendibilidade da dívida portuguesa a 10 anos atingiu 4,99% no dia 31 de janeiro (Gráfico 1), o valor mínimo desde agosto de 2010. Com efeito, durante esse mês, registou-se uma redução de 102 p.b. na referida taxa de rendibilidade. Apesar de uma queda generalizada das taxas de juro da dívida soberana a nível europeu, essa redução foi mais evidente no caso português (Gráfico 2 e Tabela 1). Esta particularidade foi ainda mais evidente caso se considere o diferencial face ao título alemão (Tabela 2), tendo-se observado uma queda do *spread* da dívida portuguesa em 80 p.b.. No caso da dívida espanhola, esse diferencial reduziu-se somente 20 p.b., num mês em que se registou um aumento do *spread* da dívida irlandesa e belga face à alemã. A queda acentuada da taxa de rendibilidade da dívida portuguesa também terá sido influenciada, em parte, pelo surgimento de alguns indicadores positivos relativamente à economia portuguesa e pelos dados referentes à execução orçamental de 2013.³ Ao mesmo tempo, a agência de notação de risco S&P, apesar de manter a perspetiva negativa (*outlook*), retirou a vigilância negativa (*creditwatch*), ou seja, afastou a perspetiva de uma redução iminente notação de risco (*rating*). De salientar que a redução de taxas de juros não foi uniforme na área do euro, nomeadamente, a taxa de rendibilidade a 10 anos da dívida pública grega aumentou 19,2 p.b., para os 8,611%.

Gráfico 1 – Curva de rendimentos dos títulos *benchmark* da dívida pública
(em percentagem)



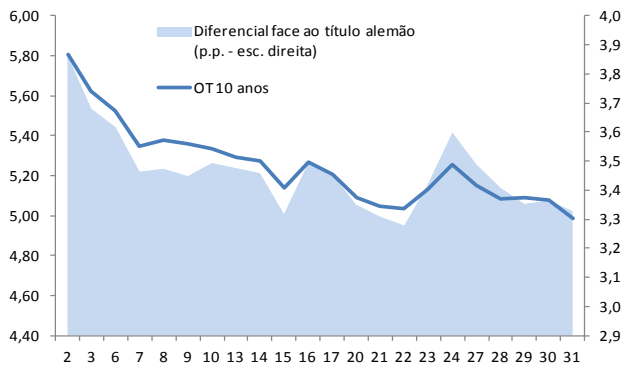
Fonte: IGCP.

¹ Numa situação de valorização do dólar, os ativos não denominados em dólares tendem a perder valor, gerando-se uma reorientação dos fluxos financeiros destes ativos para outros com maior rendibilidade.

² Na reunião mensal de fevereiro, o BCE também não tomou qualquer decisão quanto às medidas não-convencionais.

³ Os dados económicos, associados à maior taxa de rendibilidade da dívida pública portuguesa, quando comparada com outros países, terão transformado a dívida pública num ativo financeiro mais atrativo para os investidores internacionais.

Gráfico 2 – Evolução diária em dezembro da taxa de rendibilidade (yield) a 10 anos da dívida pública portuguesa
(em percentagem e pontos percentuais)



Fonte: IGCP.

Tabela 1 – Taxas de rendibilidade de títulos de dívida pública a 10 anos
(em percentagem)

	31-Dez-10	30-Dez-11	28-Dez-12	31-Out-13	29-Nov-13	31-Dez-13	31-Jan-14	Var. mensal	Var. desde o início do ano
Portugal	6,6	12,8	6,9	6,2	5,8	6,0	5,0	-1,0	-1,0
Itália	4,8	7,0	4,5	4,1	4,1	4,1	3,8	-0,3	-0,3
Espanha	5,4	5,0	5,2	4,0	4,1	4,1	3,7	-0,5	-0,5
Irlanda	9,1	-	-	3,5	3,5	3,4	3,3	-0,1	-0,1
França	3,4	3,1	2,0	2,2	2,2	2,6	2,2	-0,3	-0,3
Bélgica	4,0	4,1	2,0	2,4	2,3	2,5	2,4	-0,2	-0,2
Alemanha	3,0	1,8	1,3	1,7	1,7	1,9	1,7	-0,3	-0,3

Fonte: IGCP.

Tabela 2 – Diferenciais face à Alemanha para títulos emitidos a 10 anos
(em pontos percentuais)

	31-Dez-10	30-Dez-11	28-Dez-12	31-Out-13	29-Nov-13	31-Dez-13	31-Jan-14	Var. mensal	Var. desde o início do ano
Portugal	3,6	11,0	5,6	4,5	4,1	4,1	3,3	-0,8	-0,8
Irlanda	6,1	-	-	1,8	1,8	1,5	1,6	0,1	0,1
França	0,4	1,3	0,7	0,5	0,5	0,6	0,6	-0,1	-0,1
Bélgica	1,0	2,2	0,7	0,7	0,6	0,6	0,7	0,1	0,1
Itália	1,8	5,2	3,2	2,5	2,4	2,2	2,1	0,0	0,0
Espanha	2,5	3,2	3,9	2,4	2,4	2,2	2,0	-0,2	-0,2

Fonte: IGCP.

Divida direta do Estado

6 Em dezembro, o stock da dívida direta do Estado diminuiu face a novembro, fixando-se no final do ano em 204,3 mil M€ (Gráfico 4). Face ao mês anterior, a redução da dívida direta do Estado incidiu, sobretudo, na dívida titulada de curto prazo, em particular em Bilhetes do Tesouro (Tabela 3). A este respeito, verificou-se uma amortização de Bilhetes do Tesouro no valor de 3,1 mil M€, dos quais 1,7 mil M€ foram alvo de recompra. Por outro lado, ocorreu uma amortização líquida de 2,6 mil milhões de Certificados Especiais de Dívida de Curto Prazo (CEDIC).^{4,5} Em termos homólogos, o stock da dívida direta do Estado aumentou 5,0 %. O aumento da dívida direta do Estado, em 9,8 mil M€, foi financiado pelo programa de assistência financeira, que compensou a redução do peso de dívida titulada de médio e longo prazo.

⁴ CEDIC é um instrumento de dívida pública de curto prazo, com prazo para a maturidade compreendido entre um mês e um ano, para subscrição exclusiva por parte de investidores do setor público.

⁵ Relativamente a Obrigações de Tesouro (OT), registou-se em dezembro uma operação de troca de dívida, a 3 de dezembro, que permitiu ao IGCP comprar OT com maturidade em junho de 2014, outubro de 2014 e outubro de 2015, vendendo OT com maturidade em outubro de 2017 e junho de 2018. Esta operação ascendeu a 6,6 mil M€, o que representa cerca de 7% do saldo vivo de OT.

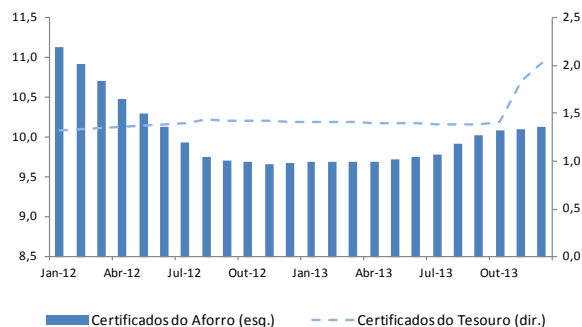
Tabela 3 – Dívida Direta do Estado
(stock em final de período, em milhões de euros)

	Dez-12	Nov-13	Dez-13	Variação (%)		
				mensal	homóloga	peso (%)
Titulada	119 840	125 038	119 511	-4,4	-0,3	58,5
Curto prazo	24 360	30 499	25 079	-17,8	3,0	12,3
Médio e longo prazo	95 479	94 539	94 432	-0,1	-1,1	46,2
Não titulada	11 612	12 473	12 690	1,7	9,3	6,2
Cert. Aforro	9 669	10 100	10 132	0,3	4,8	5,0
Cert. do Tesouro	1 416	1 841	2 026	10,0	43,1	1,0
Outra	527	532	532	0,0	1,0	0,3
Assist. Financeira	63 013	72 291	72 051	-0,3	14,3	35,3
Total	194 466	209 803	204 252	-2,6	5,0	100,0
Por memória:						
Transacionável	115 280	118 064	114 810	-2,8	-0,4	56,2
Não Transacionável	79 185	91 739	89 443	-2,5	13,0	43,8
Euro	171 391	184 194	178 912	-2,9	4,4	87,6
Não euro	23 075	25 609	25 340	-1,1	9,8	12,4

Fonte: IGCP e cálculos da UTAO. | Nota: Os stocks (incluindo os empréstimos recebidos ao abrigo do PAEF), encontram-se valorizados em termos nominais, exceto os títulos emitidos a desconto, que se encontram ao valor descontado. No caso dos desembolsos do PAEF, os stocks encontram-se valorizados à taxa de câmbio de referência no último dia do mês.

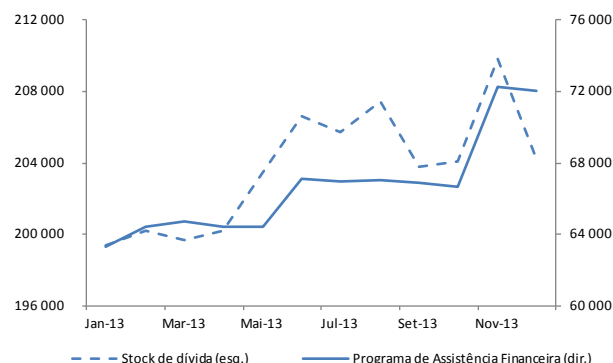
7 No final de 2013, registou-se um forte acréscimo da subscrição de Certificados do Tesouro, invertendo a tendência de queda evidenciada desde setembro de 2012. Em 2013, o stock de Certificados do Tesouro fixou-se no final do ano em 2026 M€. Para tal contribuiu o aumento de cerca de 641 M€ registado nos últimos três meses (Gráfico 3), o qual se seguiu à determinação de novas condições de subscrição deste instrumento, designado por “Certificados do Tesouro Poupança Mais”. Paralelamente, o acréscimo anual do stock dos Certificados de Aforro foi de 462,5 M€, totalizando 10,1 mil M€ (Gráfico 3).

Gráfico 3 – Stock de Certificados de Aforro e do Tesouro
(em milhares de milhões de euros)



Fonte: IGCP.

Gráfico 4 – Stock de dívida e desembolsos no âmbito do PAEF
(em milhões de euros)



Fonte: IGCP.

8 No âmbito do Programa de Assistência Económica e Financeira, em dezembro, não foram efetuados novos desembolsos (Tabela 5). Em 2013, os desembolsos no âmbito do PAEF totalizaram 10 mil M€, em linha com o previsto (Tabela 4). A valorização do euro face à moeda SDR (Direito Especial de Saque), moeda na qual os empréstimos do FMI são efetuados, registada durante o ano de 2013 permitiu que o aumento da dívida no âmbito do PAEF em 2013 (9,0 mil milhões) fosse inferior ao valor desembolsado (10,0 mil M€). Note-se que, em 2013, não foram efetuados desembolsos no âmbito do Mecanismo Europeu de Estabilidade Financeira (MEEF).^{6,7,8}

Tabela 4 – Desembolsos no âmbito do PAEF
(valor desembolsado em milhares de milhões de euros)

	2011	2012	2013	Total recebido
	Executado	Executado	Executado	
TOTAL	34,2	27,4	10,0	71,3
FMI	13,1	8,2	3,4	24,6
U.E.	21,1	19,2	6,6	46,7
MEEF	14,1	7,9	0,0	22,0
FEFF	7,0	11,3	6,6	24,7

Fontes: IGCP e cálculos da UTAO. | Valor da emissão subtraído de todas as comissões e outros custos pagos na data da emissão.

9 Em janeiro, a República Portuguesa colocou 3,25 mil M€ através de uma emissão sindicada de Obrigações do Tesouro (OT) a 5 anos. A 9 de janeiro realizou-se uma emissão sindicada de uma OT a 5 anos cujo montante colocado foi de 3,25 mil M€, tendo a procura total ascendido a 11,2 mil M€ (3,5 vezes a colocação) (Tabela 5). Esta operação caracterizou-se por: (i) uma taxa de rentabilidade média da colocação de 4,657%; (ii) uma composição diversificada por país investidor, com destaque para o Reino Unido (38%) e Portugal (12%); (iii) uma composição diversificada por tipo de investidores, realçando-se as sociedades de gestão de ativos (62%) e as seguradoras e fundos de pensões (16%). No mesmo mês foram emitidos dois Bilhetes do Tesouro (BT), a 3 e a 12 meses, tendo as colocações resultado em taxas médias de 0,50% e de 0,87% para os BT com maturidade a 3 e 12 meses, respetivamente. As taxas de juro obtidas foram inferiores às das últimas colocações análogas.

Tabela 5 – Novas emissões de OT e BT
(ao valor de encaixe e em milhares de milhões de euros)

Instrumento	OT (Sindicado)		Bilhetes do Tesouro	
	Jun-19	Jan-14	Jan-14	Jan-14
Maturidade				
Data da Transacção	09-Jan	17-Jan	17-Jan	17-Jan
Prazo	5 anos	3 meses	12 meses	
Montante Colocado (M€) ¹	3 250	300	1 344	
Montante de Procura (M€) ²	11 200	1 130	2 280	
Taxa média (%)³	4,66	0,50	0,87	
Preço médio da emissão (%)	100,41	99,875	99,112	
Por memória: emissão anterior com maturidade equivalente (taxa média, %) (operação de troca no caso de OT)	Dez-13	Nov-13	Nov-13	
	4,96	1,08	1,49	

Fontes: IGCP e cálculos da UTAO | Notas: 1) Valor nominal, em fase competitiva e não competitiva. 2) e 3) Resultado do leilão em fase competitiva.

10 O IGCP anunciou o programa de financiamento para 2014, o qual visa garantir necessidades de financiamento de, aproximadamente, 11,8 mil M€. O programa de financiamento para 2014 tem por base o recurso ao programa de ajustamento económico e financeiro e à emissão de títulos de dívida pública. Para além disso, está prevista a realização de operações de troca e de recompras

⁶ Programa de emergência financeira garantido pela Comissão Europeia através do orçamento da União Europeia com um limite total de 60 mil M€.

⁷ Para 2014 esperam-se ainda desembolsos até ao total de 7,9 mil M€.

⁸ No dia 12 de fevereiro, o FMI completou a décima avaliação do PAEF, permitindo a disponibilização imediata de 803 milhões de SDR, ou seja, aproximadamente 0,91 mil M€.

de títulos, caso seja oportuno. Adicionalmente, nesse programa, antecipa-se a emissão de Obrigações do Tesouro no primeiro semestre, algo que já veio a acontecer com a emissão de Obrigações do Tesouro a 5 e a 10 anos, bem como uma contribuição positiva de 2 mil M€ proveniente dos produtos de retalho. Concretamente, está prevista a emissão bruta de 11 a 13 mil M€ de OT, através de sindicatos ou leilões. Quanto a BT, está prevista uma estratégia de manutenção do seu nível ao longo do ano, bem como da sua curva de rendimentos.⁹

Execução do financiamento em 2013

11 O financiamento de 2013 foi assegurado pela emissão líquida de Bilhetes de Tesouro e pelo programa de ajustamento económico e financeiro. O financiamento verificado em 2013 foi distinto do previsto no Orçamento do Estado para 2013. A ocorrência de emissões não perspectivadas no início do ano, nomeadamente as emissões de Obrigações do Tesouro em janeiro e maio, bem como as operações de troca verificadas em dezembro contribuíram para a menor amortização líquida ao nível deste instrumento (Tabela 6). Ao mesmo tempo, registou-se um maior financiamento via Certificados de Aforro e Certificados do Tesouro. Em consequência do recurso a outros instrumentos com maturidades superiores, verificou-se um financiamento menos expressivo através de Bilhetes do Tesouro. Comparativamente ao perspectivado para 2013 no Orçamento do Estado de 2014, o qual foi elaborado num momento em que já se encontrava disponível a informação relativa aos três primeiros trimestres do ano, o financiamento através de Certificados do Aforro e do Tesouro ficou acima do esperado, resultando, em contrapartida, um menor financiamento por intermédio de Bilhetes do Tesouro.

Tabela 6 – Composição do financiamento de 2013 por instrumento financeiro: previsões vs execução
(em milhões de euros)

	Execução	OE/2013	OE/2014
Bilhetes de Tesouro	1 269	5362	2341
Obrigações do Tesouro	- 918	-5829	-665
Cert. Aforro	462	141	210
Cert. do Tesouro	610	-60	50
Assist. Financeira	10 030	10126	10030

Fonte: IGCP, Relatório do Orçamento do Estado para 2014 e cálculos da UTAO.

12 Em 2013, os juros e outros encargos líquidos de dívida direta do Estado fixaram-se em 6,8 mil M€, um valor inferior ao previsto (Tabela 7). Relativamente ao previsto no OE/2013, a execução veio a revelar-se inferior em 434 M€. Face ao orçamento retificativo a diferença foi de 99 M€. Entre outros fatores, para tal contribuíram os juros recebidos de aplicações, decorrentes da existência de um saldo de disponibilidades de tesouraria superior ao esperado. Adicionalmente, registou-se uma menor despesa com os juros dos empréstimos obtidos no âmbito do PAEF.

13 Segundo projeções do Ministério das Finanças, a dívida pública na ótica de Maastricht atingiu os 129,4% do PIB, no final de 2013. De acordo com a estimativa oficial, disponibilizada pelo Secretário de Estado do Orçamento na audição da Comissão de Orçamento, Finanças e Administração Pública do dia 31 de janeiro, a dívida pública na ótica de Maastricht terá atingido 129,4% do PIB no final de 2013. Note-se que este valor supera a última estimativa oficial efetuada em outubro, de 127,8%. Relativamente a 2012, a

⁹ A gestão de risco por parte do IGCP procurará evitar a existência de uma excessiva concentração temporal das amortizações.

confirmar-se o valor estimado, registar-se-á um aumento de 5,6 p.p. do PIB.

Tabela 7 – Juros e outros encargos da dívida direta do Estado
(em milhões de euros)

	Executado		Previsão para 2013	
	2012	2013	OE/2013	OE/2014
1. Juros da dívida pública	6 735	6 755		6 859
Bilhetes do Tesouro	572	505		464
Obrigações do Tesouro	4 657	4 198		4 152
Empréstimos PAEF	1 081	1 704		1 761
Certificados de Aforro e Tesouro	303	328		347
CEDIC/CEDIM	58	38		70
Juros recebidos de aplicações	-285	-168		-149
Outros	350	151		214
2. Comissões	114	87		82
Empréstimos PAEF	89	56		37
Outros	25	31		45
Total (1+2)	6 849	6 842	7 276	6 941

Fonte: IGCP e cálculos da UTAO.

Crises de dívida soberana: breve nota sobre um novo artigo de Reinhart e Rogoff

14 Existem vários estudos na literatura económica que sugerem que estabilizar a dívida pública em níveis elevados pode não ser ótimo, podendo mesmo conduzir a elevadas taxas de juro e a um mais baixo crescimento económico. Entre estes estudos encontra-se o amplamente citado artigo de Reinhart e Rogoff (2010), que sintetiza resultados empíricos entre 1946 e 2009 para o grupo de economias avançadas e conclui que se verifica uma diminuição média anual do PIB real de 0,1% para os países com nível de dívida acima de 90% do PIB. Posteriormente Herndon et al (2013) contesta o resultado do artigo de Reinhart e Rogoff ao identificar erros de cálculo, implicando que os países com um nível de dívida acima de 90% do PIB afinal não tiveram uma recessão económica em média, mas um crescimento de 2,2%. Os autores Reinhart e Rogoff reconheceram os erros mas consideram que as conclusões não se alteram, uma vez que, apesar da correção da taxa de crescimento do PIB real de -0,1% no artigo inicial de Reinhart e Rogoff para 2,2%, em ambos os artigos existe uma substancial diminuição da taxa de crescimento quando os países transitam do penúltimo para o último escalão de endividamento público.¹⁰

15 Um [novo artigo](#) de Reinhart e Rogoff, divulgado em dezembro de 2013 pelo FMI, documenta episódios de crises económicas desde o início do século XX de forma agregada para as economias avançadas e para as economias de mercado emergentes, mostrando alguns dos caminhos que foram utilizados para reduzir os elevados níveis de endividamento das economias.

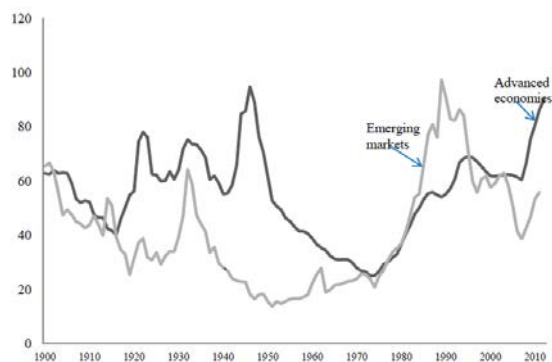
16 Um dos primeiros pontos de destaque é a semelhança das respostas dadas às crises (económicas e financeiras) entre as economias de mercado emergentes e as economias avançadas. É neste contexto que os autores sublinham a importância da reestruturação da dívida como uma solução para o elevado endividamento, e que foi amplamente utilizada no passado por economias avançadas. De facto, a evidência histórica mostra que, na maioria das economias avançadas, as reestruturações da dívida, repressão financeira e inflação mais elevada fizeram parte da resolução de elevados níveis de dívida.¹¹ A atual

¹⁰ Ver caixa 1 da Informação Técnica da UTAO n.º 13/2013 relativa às Contas nacionais das administrações públicas do 4.º trimestre de 2012.

¹¹ Repressão financeira (*financial repression*) inclui restrições ao endividamento, limitações (implícitas ou explícitas) às taxas de juro, regulação de movimentos de capitais e relação mais estreita entre os governos e os bancos. Note-se que os

dívida pública bruta nas economias avançadas é das mais elevadas observadas nos últimos anos (desde a década de 1950), apesar de existirem alguns fatores que dificultam a análise de séries longas. A dimensão elevada da dívida, pública e total, poderá sugerir, dada a evidência histórica, períodos de crescimento anémico durante duas décadas ou mais.

Gráfico 1. Dívida pública bruta (administração central) em percentagem do PIB



Fonte: Reinhart e Rogoff (2013). | Legenda: A cinzento economias de mercado emergentes; a preto economias avançadas. | Nota: A agregação refere-se a uma média não ponderada, tal como descrito em Reinhart e Rogoff (2013).

17 De acordo com a observação dos episódios de crise os autores sintetizam os elementos que parecem surgir na redução da dívida, na maioria dos episódios de crise houve uma combinação destes elementos: 1) crescimento económico; 2) austeridade para conduzir ao ajustamento orçamental; 3) falência explícita ou reestruturação; 4) processo inflacionista; 5) alguma repressão financeira acompanhada por inflação. Os autores consideram que a atual crise soberana da área do euro tem discutido pouco a utilização dos elementos citados nos pontos 3) e 5). Os autores são da opinião que, dada a dimensão da dívida pública, existe necessidade de reestruturação. Adicionalmente, consideram que uma eventual mutualização da dívida de países periféricos da área do euro através dos contribuintes dos países *core* reduzirá a necessidade de reestruturação.¹² Mas a dimensão do problema da dívida poderá resultar num continuado fraco crescimento económico ou mesmo recessão económica nos países *core*, aumentando esta possibilidade pelo facto destes países também enfrentarem desafios sobre a sustentabilidade da sua dívida e devido aos programas de apoio à população mais envelhecida.

18 O artigo não explicita o mecanismo pelo qual os países *core* da área do euro poderão registar, no presente ou no futuro, um crescimento económico mais enfraquecido devido ao apoio financeiro que concedem aos países da periferia, mas alguns aspetos poderão ser tidos em conta.

19 Poderá existir um efeito de *crowding out* nos países *core*, também limitados pela dimensão das suas dívidas públicas. Isto é, os países *core* ao canalizarem o apoio financeiro para os países periféricos poderão estar a desviar recursos eventualmente aplicáveis em investimento público. Por outro lado, pode ser argumentado que, no contexto mais abrangente de uma união económica e monetária, o apoio

autores, Reinhart e Rogoff, consideram esta última uma forma subtil de reestruturação da dívida.

¹² O artigo refere países da periferia da área do euro e países *core*, ainda que não especifique a quais se refere.

financeiro aos países periféricos pode ser igualmente considerado uma forma de investimento.

20 Os empréstimos concedidos pelos países da área do euro ao aumentarem as respetivas dívidas públicas e despesa com juros terão contribuído, em alguns casos, para descidas de *rating*, e, por essa via, para o aumento dos seus custos de financiamento.

21 Outro aspeto relaciona-se com os diferenciais de custo de financiamento entre os países da área do euro. De acordo com a relação apresentada em Reinhart e Rogoff, poderia esperar-se que o custo de financiamento dos países *core* se tornasse mais elevado pelo facto de estarem tacitamente comprometidos com o endividamento dos países periféricos. Contudo, note-se que no desenrolar desta crise tem existido clara distinção dos custos de financiamento entre os países *core* e periféricos, sendo que alguns países *core* registaram uma procura acrescida pelos seus títulos de dívida pública e conseqüentemente reduções das taxas de rentabilidade de obrigações públicas, para perto de valores negativos em termos reais.

22 A principal conclusão dos autores é que o crescimento económico *per se* poderá não ser suficiente, alertando para a eventual necessidade de reestruturação da dívida. Recorde-se que esta conclusão vai no sentido de artigos anteriores dos autores onde se mostra que a elevados níveis de dívida pública surge associado um menor ritmo de crescimento económico. Outros estudos, mostram que a reestruturação da dívida não resolve necessariamente o problema se tivermos em conta que o custo de regresso aos mercados de um país com *default* é muito mais elevado e perdura no tempo (por exemplo, Arellano et al, 2013).

Referências:

Arellano, Cristina, Mateos-Planas, Xavier e Ros-Rull, José-Victor (2013), "Partial Default", not published

Reinhart, Carmen e Rogoff, Kenneth, (2010), "Growth in a time of debt", NBER

Reinhart, Carmen e Rogoff, Kenneth, (2013), "Financial and sovereign debt crises: some lessons learned and those forgotten", IMF Working paper

Herndon, Thomas, Ash, Michael, Pollin, Robert (2013), "Does high public debt consistently stifle economic growth? A critique of Reinhart and Rogoff", Political economy research institute.