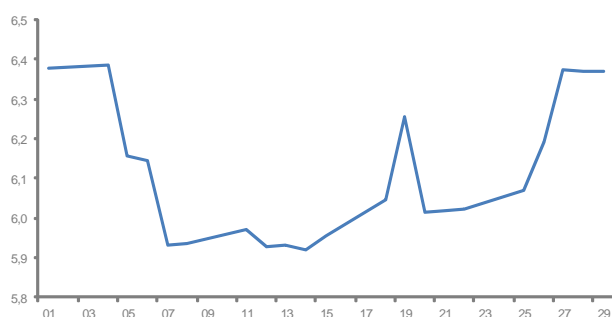


### Condições de mercado

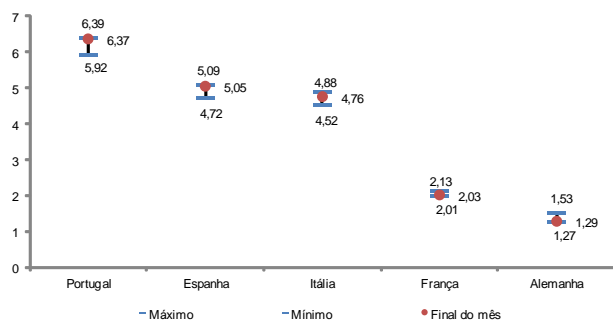
1 O mês de março foi caracterizado por uma primeira metade do mês de sentimento positivo nos mercados, seguida de um aumento da aversão ao risco que reverteu os ganhos observados inicialmente no mercado de dívida. Neste sentido, a taxa de rendibilidade da dívida pública portuguesa a 10 anos diminuiu de 6,4% para níveis abaixo de 5,9%, voltando a subir, tendo fixado novamente em 6,4% no final do mês (Gráficos 1 e 2). Em termos de *spread* face à Alemanha, o acréscimo registou-se desde a segunda semana do mês, observando-se uma subida em 0,2 p.p. (Tabela 1).

Gráfico 1 – Evolução mensal das *yields* da dívida pública portuguesa (em pontos percentuais)



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

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



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

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	31 dez 2012	31 jan 2013	28 fev 2013	30 mar 2013	Var. mensal	Var. desde o início do ano
Espanha	0,6	2,5	3,2	3,5	4,7	4,5	3,9	3,5	3,6	3,8	0,1	-0,2
França	0,2	0,4	1,3	1,1	1,1	0,7	0,7	0,6	0,7	0,7	0,0	0,1
Portugal	0,7	3,6	11,5	9,7	8,6	7,6	5,6	4,4	4,9	5,1	0,2	-0,5
Irlanda	1,2	5,9	6,6	5,1	4,9	3,7	3,2	n.d.	n.d.	3,0	n.d.	n.d.
Itália	0,8	1,9	5,3	3,3	4,2	3,7	3,2	2,6	3,3	3,5	0,2	0,3
Grécia	2,4	9,5	29,8	18,8	23,8	17,8	10,4	8,9	9,4	11,0	1,6	0,6

Fonte: Bloomberg (online). | Nota: O *spread* refere-se ao diferencial face à Alemanha para títulos de dívida com maturidade a 10 anos. No caso irlandês, foram utilizadas as taxas de rendibilidade das obrigações a 9 anos dada a inexistência de dívida a 10 anos com exceção do mês março, no qual foi emitido um novo *benchmark* de dívida pública irlandesa a 10 anos.

2 O sentimento positivo que marcou a primeira metade do mês deveu-se a um conjunto diverso de fatores internos e externos. Em termos externos, salientam-se os dados económicos positivos referentes à economia norte-americana, o reafirmar por parte do BCE, na sua reunião mensal ordinária, da manutenção da política monetária expansionista, e a emissão de dívida pública a 10 anos por parte da Irlanda numa operação sindicada de 5,0 mil M€, com uma procura de 12 mil M€, a uma taxa de juro de aproximadamente 4,15%. A nível interno, registam-se as negociações dentro do Eurogrupo com vista à prorrogação das maturidades dos empréstimos do FEEF e do MEEF a Portugal e à Irlanda e a revisão da perspectiva da notação de risco da dívida soberana portuguesa (BB) de negativa para estável, por parte da Standard & Poors.

3 Na segunda metade do mês observou-se uma inversão do sentimento positivo explicado, em parte, pelo processo de negociação do plano de resgate económico e financeiro do Chipre. Os pontos gerais do plano de resgate de Chipre consistem num empréstimo de 10 mil M€ por parte da CE/BCE/FMI, na tributação dos depósitos acima de 100 mil euros, na liquidação do segundo maior banco do Chipre (Banco Laiki) e na reestruturação bancária do Banco do Chipre, a maior instituição bancária do país. Para a atual situação de Chipre contribuíram os défices elevados dos últimos três anos, o nível de endividamento privado, que já em 2008 atingia os 235% do PIB, e a forte exposição do setor bancário à Grécia e ao setor de construção. As declarações do presidente do Eurogrupo, o primeiro-ministro holandês Jeroen Dijsselbloem, apesar de rapidamente desmentidas pelas instituições europeias, defendendo que a solução encontrada para Chipre deveria ser tida como referência para situações futuras, bem como a inclusão na proposta inicial da tributação de todos os depósitos independentemente do montante em causa, contribuíram para o aumento da aversão ao risco e o acréscimo das taxas de rendibilidade da dívida pública portuguesa.

4 Após um período de acalmia, a instabilidade política na Itália voltou a acentuar-se. Ao longo do mês assistiu-se a uma tentativa por parte do líder do Partido Democrata, Pier Luigi Bersani, de formação de um governo maioritário, tentativa essa que fracassou, mantendo-se o impasse na constituição de um novo governo.

5 No caso específico de Portugal, o mês de março ficou marcado pela 7.ª avaliação da Troika e pela incerteza quanto à decisão do Tribunal Constitucional. A revisão em baixa do crescimento económico e em alta da taxa de desemprego no âmbito da 7.ª avaliação do PAEF contribuíram para uma revisão das metas de consolidação orçamental. O objetivo para o défice orçamental público foi revisto em 1 p.p., de 4,5% para 5,5% do PIB, de modo a permitir o funcionamento dos estabilizadores automáticos. A incerteza quanto à decisão do Tribunal Constitucional e as possíveis dificuldades daí resultantes para a execução orçamental de 2013, também contribuíram para um aumento da instabilidade nos mercados.

## Movimento da dívida direta do Estado <sup>1</sup>

**6 Durante o segundo trimestre é esperada a emissão de Bilhetes de Tesouro no montante mínimo de 4.5 mil M€.** Segundo as linhas de atuação para o 2º trimestre publicadas pelo IGCP, está prevista a emissão de Bilhetes de Tesouro a 3, 6, 12 e a 18 meses, no montante indicativo entre 4,5 mil M€ e 5,25 mil M€. Estas emissões deverão ocorrer a 17 de abril, 15 de maio e 19 de junho.

**7 O stock da dívida direta do Estado aumentou ligeiramente, em fevereiro, face ao mês anterior.** Em pormenor, o stock atingiu os 200 194 M€, mais 784 M€ (0,4%) do que o verificado no final de janeiro (Tabela 2). Tal deveu-se às verbas recebidas no âmbito da 7.ª tranche do PAEF, nomeadamente 800 M€ do FEEF e 312 M€ do FMI. Este acréscimo foi atenuado pela amortização líquida de Bilhetes de Tesouro (-294 M€).

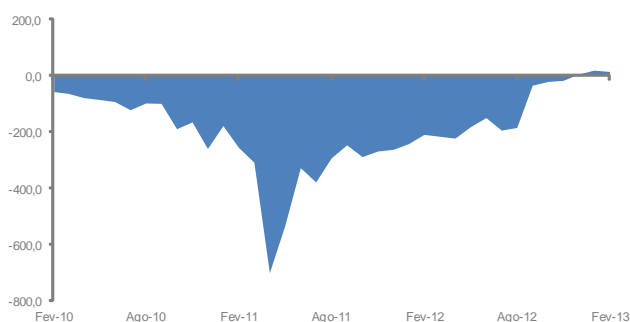
Tabela 2 – Dívida direta do Estado  
(stock em final de período, em milhões de euros)

	Fev-12	Jan-13	Fev-13	Variação (%)		
				mensal homóloga peso (%)		
<b>Titulada</b>	126 697	124 410	124 075	-0,3	-2,1	62,0
Curto prazo	19 322	26 500	26 134	-1,4	35,3	13,1
Médio e longo prazo	107 375	97 911	97 940	0,0	-8,8	48,9
<b>Não titulada</b>	14 236	11 666	11 674	0,1	-18,0	5,8
Cert. Aforro	10 925	9 684	9 695	0,1	-11,3	4,8
Cert. do Tesouro	1 334	1 413	1 410	-0,2	5,7	0,7
Outra	1 977	569	569	0,0	-71,2	0,3
Assist. Financeira	39 776	63 334	64 445	1,8	62,0	32,2
<b>Total</b>	<b>180 709</b>	<b>199 411</b>	<b>200 194</b>	<b>0,4</b>	<b>10,8</b>	<b>100,0</b>
Por memória:						
Transaccionável	122 355	118 915	118 529	-0,3	-3,1	59,2
Não Transaccionável	58 355	80 496	81 665	1,5	39,9	40,8
Euro	165 571	176 052	176 571	0,3	6,6	88,2
Não euro	15 138	23 358	23 623	1,1	56,1	11,8

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.

**8 No mês de fevereiro, registou-se um acréscimo líquido de Certificados de Aforro. Ao invés, observou-se uma queda do stock de Certificados de Tesouro.** A posição de Certificados de Aforro no final de fevereiro fixou-se em 9695 M€, mais 10,3 M€ do que no mês anterior. Este foi o terceiro mês consecutivo de aumento. Porém, em termos anuais a variação continua a ser negativa (-1230 M€). Por outro lado, o stock de Certificados de Tesouro atingiu os 1410 M€, uma redução mensal de 2,4 M€ (Gráfico 3).

Gráfico 3 – Subscrição líquida de Certificados de Aforro  
(em milhões de euros)



Fonte: IGCP e cálculos da UTAO.

**9 Até ao final de fevereiro, o total de “juros e outros encargos” fixou-se em 435 M€, um grau de execução de aproximadamente 6,2%.** Segundo a Síntese de Execução Orçamental de março publicada pela DGO, nos primeiros dois meses do ano, a despesa do Estado com encargos da dívida pública perfaz 435 M€ (Tabela 3). Em fevereiro registou-se um aumento de 329 M€ face ao mês de janeiro. Este acréscimo deveu-se, sobretudo, ao pagamento de juros relacionado com as Obrigações de Tesouro (224 M€) e com os empréstimos ao abrigo do PAEF (148 M€, dos quais 4 M€ a título de comissões).

Tabela 3 – Encargos da dívida pública por instrumento  
(em milhões de euros)

	Jan-13 a	Por memória:
	Fev-13	Total 2012
<b>1. Juros da dívida pública</b>	<b>423</b>	<b>6 735</b>
Bilhetes do Tesouro	107	572
Obrigações do Tesouro	224	4 657
Empréstimos PAEF	176	1 081
Certificados de Aforro e Tesouro	53	303
CEDIC/CEDIM	8	58
Juros recebidos de aplicações	-28	-285
Outros	-116	350
<b>2. Comissões</b>	<b>12</b>	<b>114</b>
Empréstimos PAEF	6	89
Outros	6	25
<b>Total (1+2)</b>	<b>435</b>	<b>6 849</b>

Fonte: IGCP. | Nota: Valores relativos ao subsector Estado.

**10 Durante o mês de março não se verificou nenhum desembolso adicional ao abrigo do PAEF.** Neste sentido, os empréstimos recebidos desde o início do Programa totalizaram 63,3 mil M€ (ao valor de emissão), dos quais 41,1 mil M€ provenientes da UE e 22,2 mil M€ do FMI (Tabela 4). A conclusão da 7.ª avaliação ordinária efetuada no âmbito do PAEF deverá ter lugar em maio, dependendo da aprovação do ECOFIN, do Eurogrupo e do Conselho de Administração do FMI, o que permitirá o desembolso de aproximadamente 2,0 mil milhões de euros (1,3 mil milhões da UE e de cerca de 0,7 mil milhões do FMI).

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

	2011	2012	2013		Total recebido
	Executado	Executado	Até 31-Mar	Previsto*	
<b>TOTAL</b>	<b>34,2</b>	<b>27,5</b>	<b>1,6</b>	<b>10,1</b>	<b>63,3</b>
FMI	13,1	8,2	0,8	3,6	22,2
U.E.	21,1	19,3	0,8	6,5	41,1
MEEF	14,1	7,9	0,0	1,6	22,0
FEEF	7,0	11,3	0,8	4,9	19,1

Fontes: IGCP e cálculos da UTAO. | Nota: (\*) Previsão que consta no relatório do OE/2013; o montante total já recebido 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.

<sup>1</sup>A informação mais recente sobre a dívida pública respeita ao mês de fevereiro e corresponde apenas à dívida direta do Estado, a qual constitui um subconjunto do universo da dívida das administrações públicas na ótica de Maastricht.

**11 No mês de março, realizou-se mais uma emissão de Bilhetes de Tesouro a 18 meses.** Com efeito, no dia 20 de março efetuaram-se dois leilões de Bilhetes de Tesouro (a 3 e a 18 meses), tendo sido colocado um total de 1854 M€ (ao valor nominal) (Tabela 5 e Gráfico 4). Este valor foi superior ao montante máximo indicativo que se encontrava previsto para esses leilões (1500 M€). A emissão a 18 meses (1533 M€) registou uma forte procura, sendo a taxa de juro média ponderada de 1,506%. Apesar de esta ter sido realizada após a revisão em alta das metas do défice orçamental no âmbito da 7.<sup>a</sup> avaliação regular do PAEF, a taxa média obtida ficou abaixo da verificada na última emissão de Bilhetes de Tesouro com a mesma maturidade (1,963%) em janeiro de 2013.

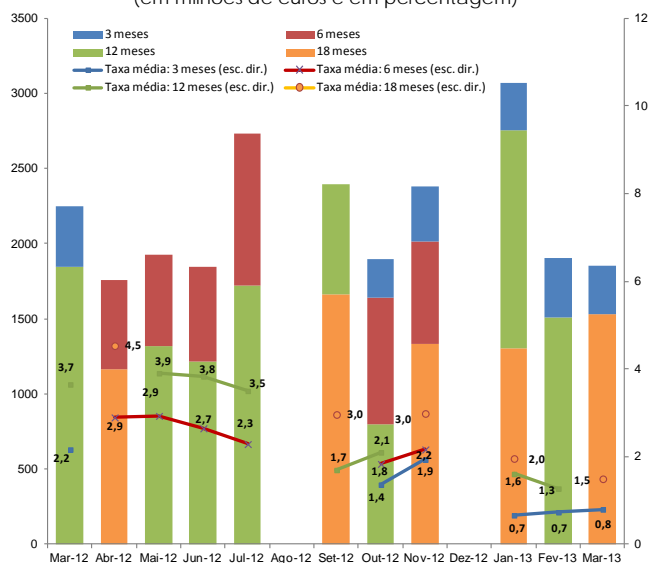
**Tabela 5 – Emissões brutas de dívida pública em março**

Instrumento	Bilhetes do Tesouro	
	Jul-13	Set-13
Maturidade		
Data da Transacção	20-Mar	20-Mar
Prazo	3 meses	18 meses
Montante Colocado (M€)	321	1 533
Montante de Procura (M€)	1.180	2 465
<b>Taxa média (%)</b>	<b>0,757</b>	<b>1,506</b>
Emissão anterior com maturidade equivalente (%)	Fev-13	Jan-13
	0,737	1,963

Fonte: IGCP e cálculos da UTAO. | Notas: Os montantes encontram-se ao valor nominal e incluem alocações em fase competitiva e não competitiva.

**Gráfico 4 – Emissões de Bilhetes de Tesouro e respetivas taxas de juro médias nos últimos 12 meses**

(em milhões de euros e em percentagem)



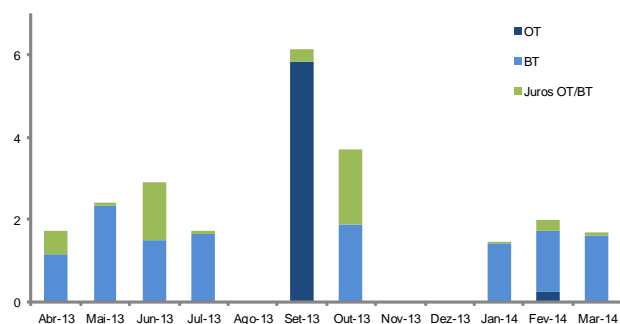
Fonte: IGCP e cálculos da UTAO. | Nota: Os montantes encontram-se ao valor nominal e incluem alocações em fase competitiva e não competitiva; em março de 2012, a barra/linha azul corresponde a uma emissão com maturidade de 4 meses.

**12 Nos próximos doze meses, as necessidades brutas de financiamento decorrentes da amortização da dívida (viva), incluindo juros, deverão ascender a 24,7 mil M€.** Os meses de setembro e outubro são aqueles em que se prevê um nível de encargos mais significativos, embora por razões distintas. No caso de setembro, decorre do pagamento de Obrigações do Tesouro no valor de 5,9 mil M€ (Gráfico 5).<sup>2</sup> Por outro lado, em outubro, as necessidades de financiamento provêm do pagamento de juros (maioritariamente relativos a OT) de 1,8 mil M€, e do

<sup>2</sup> Este valor seria superior se não tivesse sido realizada uma troca de OT (3,75 mil M€), cuja amortização passou para o ano de 2015.

vencimento de Bilhetes de Tesouro, no valor aproximado 1,9 mil M€.

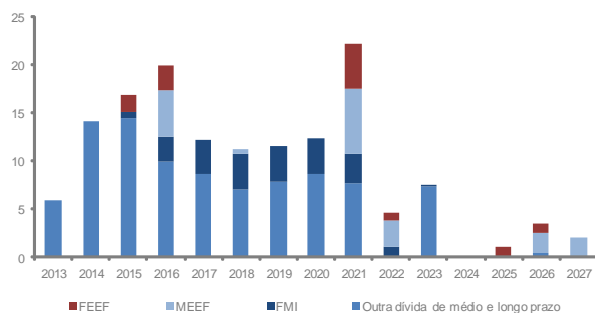
**Gráfico 5 – Amortização da dívida e pagamento de juros nos próximos 12 meses (em milhares de milhões de euros)**



Fonte: IGCP e cálculos da UTAO. | Nota: Valores à data de fecho de 31 de fevereiro de 2013, atualizados com as emissões de março: 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 56,5 mil M€.** No ano corrente, a amortização de dívida de médio e longo prazo ascenderá a 5,9 mil M€ (Gráfico 6). Por sua vez, a dívida a vencer em 2014 atingirá os 14,1 mil M€, e, em 2015 os 16,7 mil M€. Nos anos de 2016 e 2021 encontra-se prevista uma elevada concentração de amortizações: 19,8 e 22 mil M€, respetivamente, devido, em parte, à concentração de amortizações dos empréstimos europeus (FEFF e MEEF). Neste sentido, a extensão adicional da maturidade dos empréstimos europeus, atualmente em discussão, poderá facilitar o regresso de Portugal no mercado de dívida soberana de médio e longo prazo no futuro.<sup>3</sup>

**Gráfico 6 – Amortização de dívida até 2027 (em milhares de milhões de euros)**

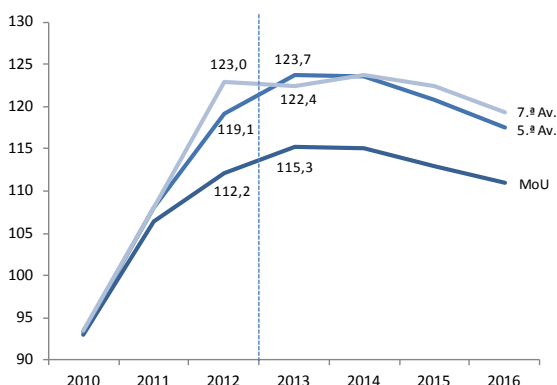


Fonte: IGCP. | Nota: Considera-se apenas o stock da dívida vigente, não se efetuando qualquer estimativa para os montantes e as datas de amortização das futuras emissões.

<sup>3</sup> Note-se que os prazos médios dos empréstimos europeus foram inicialmente fixados em 7,5 anos, tendo sido prolongados para o dobro em julho de 2011. Já em abril foi aprovado um aumento da maturidade média destes empréstimos em 7 anos por parte do Eurogrupo e ECOFIN, condicional à avaliação positiva da 7.<sup>a</sup> revisão do PAEF.

14 Em março, foram divulgadas as estatísticas para a dívida pública e conhecidas as novas projeções para o período entre 2013 e 2016. No dia 15 de março, no âmbito da 7.ª avaliação regular do PAEF, as autoridades nacionais e internacionais apresentaram uma nova projeção para a trajetória da dívida pública em percentagem do PIB. De acordo com as conclusões da referida avaliação, a dívida pública atingirá um máximo em torno de 124% do PIB em 2014 e iniciará uma trajetória descendente a partir desse ano (Gráfico 8). No final de março, no âmbito da primeira notificação das autoridades estatísticas nacionais ao Eurostat, relativa aos défices excessivos de 2013, foi divulgado o valor da dívida pública verificado no final do ano 2012, bem como a projeção do Ministério das Finanças para o final de 2013 (em percentagem do PIB e em valor). De acordo com a referida notificação, a dívida pública atingiu 123,6% do PIB (204,5 mil M€) no final de 2012 e espera-se que venha a situar-se em 122,4% do PIB (201,1 mil M€) no final de 2013 (Tabelas 6 e 7).

Gráfico 7 – Projeções para a dívida pública (stock no final do ano, em percentagem do PIB)



Fontes: FMI e Comissão Europeia (MoU, Relatórios de avaliação regular do PAEF).

Tabela 6 – Estatísticas e projeções para dívida pública desde a entrada em vigor do PAEF (em pontos percentuais do PIB)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
FMI/CE (MoU)	93,0	106,4	112,2	115,3	115,0	112,9	111,0
DEO/2011-15	92,9	100,8	106,1	106,8	105,0	101,8	-
FMI/CE (1.ª av.)	92,9	106,0	111,8	114,9	114,6	112,5	110,6
PDE (Set/2011)	93,3	100,8	-	-	-	-	-
OE/2012	93,3	101,9	110,5	-	-	-	-
FMI/CE (2.ª av.)	93,3	107,2	116,3	118,1	116,0	113,7	111,7
PDE (Mar/2012)	93,3	107,8	112,5	-	-	-	-
FMI/CE (3.ª av.)	93,3	106,8	112,4	115,3	114,4	112,8	110,7
DEO/2012-16	93,3	107,8	113,1	115,7	113,4	109,5	103,9
FMI/CE (4.ª av.)	93,3	107,8	114,4	118,6	117,7	115,7	113,7
PDE (Set/2012)	93,5	108,1	119,1	-	-	-	-
FMI/CE (5.ª av.)	93,3	108,1	119,1	123,7	123,6	120,8	117,6
OE/2013	93,5	108,1	119,1	123,7	-	-	-
FMI/CE (6.ª av.)	93,5	108,1	120,0	122,2	122,3	119,6	115,8
FMI/CE (7.ª av.)	93,5	108,0	123,0	122,4	123,7	122,5	119,4
PDE (Mar/2013)	94,0	108,3	123,6	122,4	-	-	-

Fontes: FMI e Comissão Europeia (MoU, Relatórios de avaliação regular do PAEF), Ministério das Finanças (OE/2013 e projeções constantes no Procedimento dos Défices Excessivos), INE e Banco de Portugal (estatísticas remetidas ao Eurostat no âmbito Procedimento dos Défices Excessivos, para o período entre 2010 e 2012).

4 O conceito que se convencionou utilizar no âmbito do PDE - Procedimento dos Défices Excessivos ficou conhecido por "dívida de Maastricht" e diz respeito à dívida das entidades pertencentes ao perímetro das administrações públicas, valorizada em termos nominais, consolidada de ativos/passivos entre entidades desse perímetro e não líquida (bruta) de ativos face a outros setores institucionais.

15 A revisão dos objetivos para os défices públicos dos próximos anos, ocorrida no âmbito da 7.ª avaliação do PAEF, teve, necessariamente, implicações ao nível das projeções para a dívida pública. No âmbito da 7.ª avaliação do PAEF, o cenário macroeconómico foi revisto em baixa e foi alargado o prazo para se alcançar um défice público inferior a 3% do PIB (de 2014 para 2015). De acordo com as autoridades, as metas para o défice público foram revistas com o objetivo de deixar funcionar os estabilizadores automáticos. A revisão das metas para o défice público tem necessariamente consequências ao nível das necessidades líquidas de financiamento.<sup>5</sup> Note-se, aliás, que o aumento destas constituiu o principal obstáculo à fixação de metas ainda mais dilatadas para o défice público, uma vez que daí tende a resultar uma trajetória mais gravosa para a dívida pública.<sup>6</sup>

Tabela 7 – Dívida pública e PIB nominal: comparação entre versões (em milhares de milhões de euros e em percentagem do PIB)

	2010	2011	2012	2013 (p)
<b>FMI/CE (5.ª av.) + OE/2013 (out/2012)</b>				
Dívida (mM€)	161,5	184,7	198,1	206,4
PIB nominal (mM€)	172,7	170,9	166,3	166,8
Dívida/PIB (%)	93,5	108,1	119,1	123,7
<b>FMI/CE (7.ª av.) + PDE (mar/2013)</b>				
Dívida (mM€)	162,5	185,2	204,5	201,1
PIB nominal (mM€)	172,7	171,1	165,4	164,3
Dívida/PIB (%)	94,0	108,3	123,6	122,4
<b>Revisões Dívida/PIB</b>	0,5	0,2	4,5	-1,3

Fontes: FMI e Comissão Europeia (MoU, Relatórios de avaliação regular do PAEF), Ministério das Finanças (OE/2013 e Procedimento dos Défices Excessivos de março de 2013), INE e Banco de Portugal (Procedimento dos Défices Excessivos de março de 2013, para o período entre 2010 e 2012).

Tabela 8 – Contributos para a revisão da dívida pública (em pontos percentuais do PIB)

	2010	2011	2012	2013 (p)
<b>Revisões Dívida/PIB</b>	0,5	0,2	4,5	-1,3
das quais:				
Rev. Dívida	0,5	0,3	3,8	-3,2
Rev. PIB	0,0	-0,1	0,7	1,9

Fonte: cálculos da UTAO | Nota: A revisão apresentada no quadro foi calculada tendo por base as projeções da 5.ª avaliação do PAEF (e do OE/2013) e a 1.ª notificação de 2013 do Procedimento dos Défices Excessivos (que incluem projeções do Ministério das Finanças para 2013).

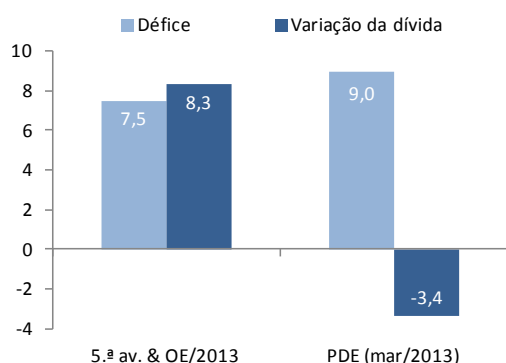
16 A nova projeção do Ministério das Finanças (que coincide com a da 7.ª avaliação do PAEF) tem subjacente uma revisão em baixa da dívida pública de 2013. Na sequência da revisão em alta para o défice público, (tudo o resto constante) a nova projeção oficial deveria apontar para uma dívida pública mais elevada em 2013. No entanto, a nova projeção aponta para um valor mais baixo que o previsto no âmbito da 5.ª avaliação regular (201,1 mil M€, face a 206,4 mil M€). No que se refere à variação da dívida pública face ao ano anterior, constata-se que se encontra

<sup>5</sup> De acordo com os cálculos da UTAO, a revisão em alta do défice para o período entre 2013 e 2015 dará origem (*ceteris paribus*) a um aumento das necessidades líquidas de financiamento de 4,7 mil M€, distribuídas da seguinte forma: 1,5 mil M€ em 2013, 2,4 mil M€ em 2014 e 0,8 mil M€ em 2015.

<sup>6</sup> Uma alternativa que passasse por medidas adicionais de austeridade que contrariassem o efeito dos estabilizadores automáticos poderia ter, igualmente, um efeito contraproducente, uma vez que poderia dar origem a uma contração ainda maior da atividade económica e, consequentemente, a um défice mais elevado (acabando por aumentar, também, as necessidades líquidas de financiamento). Assim, as autoridades terão tido necessidade de encontrar um equilíbrio, ponderando os efeitos negativos das duas opções, quando estabeleceram a magnitude da revisão dos limites para o défice, i.e. i) o aumento das necessidades de financiamento (no caso de se alargar o prazo para a consolidação orçamental) e ii) uma contração ainda maior da atividade económica (caso se tivesse contrariado o funcionamento dos estabilizadores automáticos).

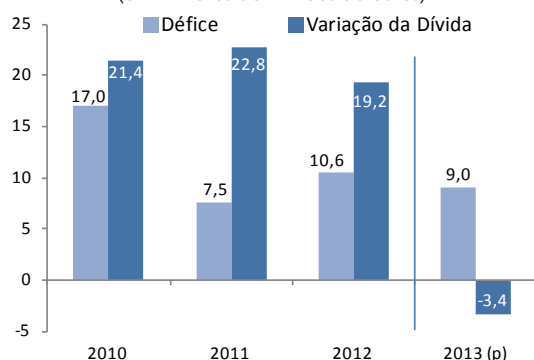
projetada uma diminuição de 3,4 mil M€ face a 2012 (Tabela 7 e 8), quando no âmbito da 5.<sup>a</sup> avaliação (e do OE/2013) estava previsto um aumento de 8,3 mil M€ (Gráfico 8). Note-se que associado ao aumento anual da dívida pública previsto para 2013 no âmbito da 5.<sup>a</sup> avaliação, de 8,3 mil M€, encontrava-se um défice público de 7,5 mil M€. Com efeito, nos últimos três anos, a variação da dívida revelou-se superior aos défices públicos (Gráfico 9), sendo que, em 2011 e 2012, esta circunstância deveu-se, em parte, à constituição (líquida) de ativos financeiros, nomeadamente depósitos em instituições financeiras e empréstimos (titulados) para efeitos de capitalização do setor bancário.

**Gráfico 8 – Déficit e variação da dívida pública em 2013: diferença entre projeções**  
(em milhares de milhões de euros)



Fontes: FMI e Comissão Europeia (MoU, Relatórios de avaliação regular do PAEF), Ministério das Finanças (projeções para 2013), INE e Banco de Portugal (1.ª notificação do PDE - Procedimento dos Défices Excessivos, março de 2013, para o período entre 2010 e 2012) e cálculos da UTAO.

**Gráfico 9 – Déficit e variação da dívida pública**  
(em milhares de milhões de euros)



Fontes: Ministério das Finanças (projeções para 2013), INE e Banco de Portugal (Procedimento dos Défices Excessivos de março de 2013, para o período entre 2010 e 2012) e cálculos da UTAO.

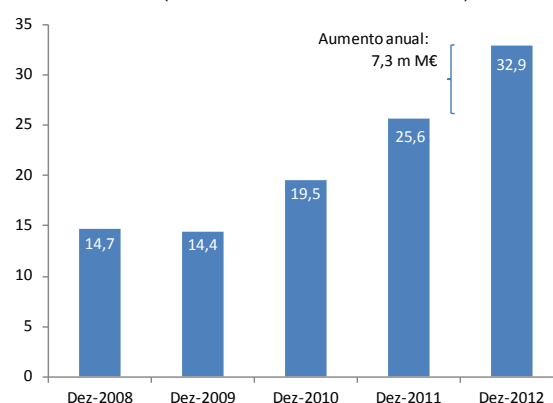
**17 A redução da dívida pública, num contexto em que as necessidades líquidas de financiamento foram revistas em alta, deverá passar pelo recurso a novas operações de centralização de tesouraria e pela utilização das receitas de privatizações.** De acordo com informação das autoridades nacionais e internacionais, prestada na sequência da 7.<sup>a</sup> avaliação do PAEF, as necessidades de financiamento adicionais serão, sobretudo, cobertas por via de receitas de privatizações e através do estreitamento das relações entre as entidades públicas e o Tesouro.<sup>7</sup> Recorde-se que a dívida pública na ótica de *Maastricht* é expressa em termos consolidados, i.e. são excluídas as operações entre as

<sup>7</sup> De acordo com o comunicado de imprensa do FMI n.º 13/78, de 15 de março: "As autoridades estão empenhadas em cobrir as necessidades de financiamento suplementares resultantes dos novos objetivos em matéria de défice orçamental revistos, incluindo através das receitas das privatizações."

entidades que compreendem o perímetro das administrações públicas. Com efeito, deverá continuar a assistir-se a uma centralização de fundos junto do Tesouro por parte de entidades públicas, bem como à substituição dos empréstimos das empresas públicas junto do setor financeiro por empréstimos concedidos diretamente pelo Tesouro, utilizando-se a liquidez existente (cerca de 16,6 mil M€ em depósitos no final de 2012).<sup>8</sup> Esta liquidez também poderá vir a ser usada para as amortizações de títulos de dívida pública. Por fim, a receita da privatização da empresa ANA, bem como de outras empresas, também deverá ser utilizada em 2013 para amortizar dívida pública.

**18 Os ativos/passivos entre entidades das administrações públicas têm vindo a aumentar, contribuindo para atenuar o crescimento da dívida pública.** Os passivos/ativos entre entidades das administrações públicas (os quais constituem os elementos de consolidação) aumentaram 7,3 mil M€ face ao verificado no final de 2011, atingindo 32,9 mil M€ no final de 2012 (Gráfico 10). Para esta variação terão contribuído, entre outros fatores, os empréstimos concedidos pelo Estado às empresas públicas incluídas no perímetro de consolidação (e que foram utilizados para amortizar empréstimos junto do setor financeiro) e os depósitos no Tesouro que resultam da liquidez de alguns organismos públicos. Saliente-se que a centralização dos fundos movimentados pelo Instituto de Gestão Financeira da Segurança Social encontrava-se prevista no relatório do OE/2013, a concretizar até ao final de 2012. Esta terá contribuído para aumentar os elementos de consolidação e reduzir a dívida pública de *Maastricht* (que é, recorde-se, apurada em termos consolidados).<sup>9</sup>

**Gráfico 10 – 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 constituem os elementos de consolidação.

<sup>8</sup> Conforme informação do Boletim Estatístico do Banco de Portugal, quadro K.1.2., de março de 2013, sobre a dívida das administrações públicas.

<sup>9</sup> A centralização da tesouraria no Tesouro apresenta algumas vantagens, nomeadamente a de racionalizar a gestão dos fundos públicos, minimizando o recurso à emissão da dívida pública. Ver quadro III.3.6. do relatório da proposta do OE/2013 para uma evolução da centralização dos fundos entre dezembro de 2009 e agosto de 2012.