

Condições de Mercado

1 Em novembro, foram alcançados progressos ao nível do programa de ajustamento grego e esboçadas linhas gerais para a revisão dos empréstimos dos parceiros europeus. Na sequência da avaliação maioritariamente positiva da equipa de técnicos que acompanha o programa de ajustamento grego, o Eurogrupo deu parecer favorável à revisão dos objetivos para o excedente primário (a meta de 4,5% foi adiada de 2014 para 2016) e, posteriormente, apresentou as linhas gerais para a futura alteração das condições associadas aos empréstimos dos parceiros europeus. As linhas gerais do programa são as seguintes: i) redução da margem de juros em 1% e alargamento das maturidades máximas dos empréstimos bilaterais em 15 anos (exceto para os países que também se encontram sob assistência); ii) atribuição de um período de carência de juros de 10 anos, redução das comissões em 0,1% e extensão das maturidades dos empréstimos do Fundo Europeu de Estabilidade Financeira (FEEF), também em 15 anos, e, por fim, iii) a transferência dos lucros dos Bancos Centrais nacionais relativos ao programa de compra de obrigações por parte do Eurosistema (exceto para os países que também se encontram sob assistência). De acordo com a Comissão Europeia, estas medidas deverão permitir à Grécia reduzir o peso da dívida pública para 175% do PIB em 2016, ano em que terminará o programa de assistência do FMI, e para 124% em 2020.

2 A Comissão Europeia considerou desnecessária a implementação imediata de novas medidas de austeridade tendentes a corrigir o défice público excessivo de Espanha. Para aquela instituição, o governo espanhol fez esforços significativos no sentido de garantir a sustentabilidade das finanças públicas. Dado que as medidas adotadas em 2012 representam 5,25% do PIB e as aprovadas para 2013 representarão 2,25% do PIB, a melhoria estimada para o saldo estrutural nesses dois anos encontra-se em conformidade com as recomendações do Conselho Europeu de 10 de julho de 2012 para a correção do défice público excessivo. Ainda que tenha considerado existirem riscos de não serem atingidos os objetivos nominais para o défice público, estes decorrerão de um agravamento do cenário macroeconómico, pelo que a Comissão Europeia considerou não existirem motivos para recomendar, de momento, medidas adicionais de consolidação orçamental.

3 Ainda durante o mês de novembro, foi concluída com êxito a 6.ª avaliação do Programa de Ajustamento Económico e Financeiro (PAEF) para Portugal. No dia 19 de novembro, foram conhecidos os resultados da 6.ª avaliação do PAEF para Portugal. De acordo com o comunicado do FMI, "o ajustamento externo e orçamental continua a progredir, os riscos para a estabilidade financeira foram reduzidos graças a amortecedores de capital e liquidez adequados e as reformas estruturais prosseguem a bom ritmo. Simultaneamente, o aumento do desemprego, a redução dos rendimentos e a incerteza estão a afetar desfavoravelmente a confiança, enquanto a recessão na zona euro começa a refletir-se na dinâmica das exportações. Tendo em conta as restrições ao financiamento e o elevado endividamento, o programa estabelece um equilíbrio adequado entre a necessidade de ajustamento e os custos inevitáveis do ajustamento para a atividade económica e o emprego. Embora os riscos para o crescimento sejam significativos, o quadro macroeconómico do programa continua a ser adequado."

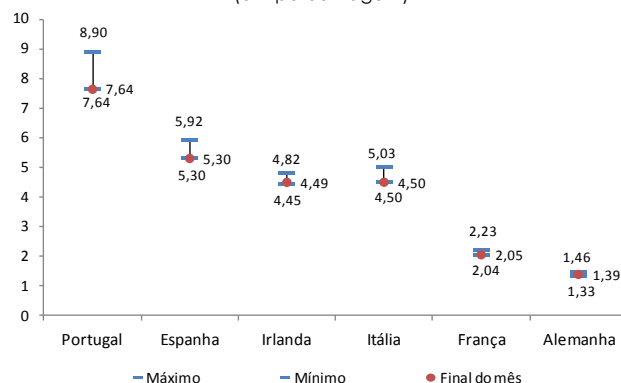
Tabela 1 – Spread de títulos de dívida a 10 anos face à Alemanha
(em pontos percentuais)

	31 dez 2009	31 dez 2010	30 dez 2011	30 mar 2012	29 jun 2012	31 ago 2012	28 set 2012	31 out 2012	30 nov 2012	Var. mensal	Var. desde o início do ano
Espanha	0,6	2,5	3,2	3,6	4,8	5,5	4,5	4,1	3,9	-0,2	0,7
França	0,2	0,4	1,3	1,1	1,1	0,8	0,7	0,8	0,7	-0,1	-0,7
Itália	0,8	1,9	5,3	3,3	4,2	4,5	3,7	3,5	3,1	-0,4	-2,2
Irlanda	1,5	6,0	6,6	5,1	4,9	4,6	3,7	3,3	3,1	-0,2	-3,5
Portugal	0,7	3,6	11,5	9,7	8,6	8,0	7,6	6,7	6,3	-0,5	-5,3
Grécia	2,4	9,5	29,8	19,3	24,3	22,1	17,8	16,1	14,6	-1,5	-15,2

Fonte: Bloomberg (online). | Nota: o spread refere-se ao diferencial face à Alemanha para títulos de dívida com maturidade a 10 anos. No caso da Irlanda foram utilizadas as taxas de rendibilidade das obrigações com maturidade a 9 anos.

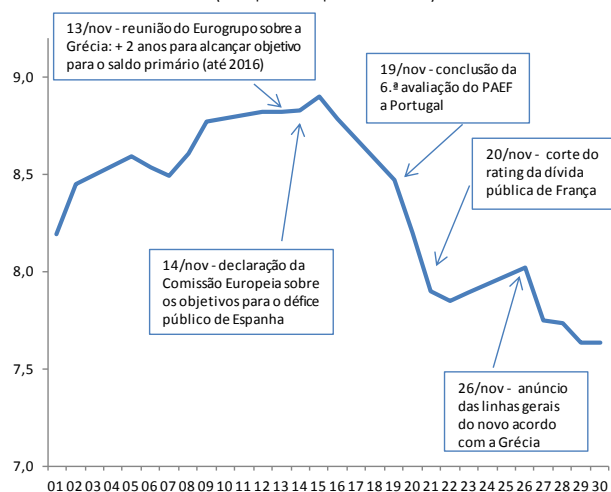
4 Neste quadro de avaliações favoráveis aos países mais vulneráveis, as yields da dívida soberana dos países da área do euro diminuíram de forma generalizada, após os aumentos verificados no início de novembro, encurtando-se inclusivamente a diferença face às congéneres alemãs. Os diferenciais das yields dos títulos de dívida pública dos países da área do euro face às congéneres alemãs continuaram a evoluir favoravelmente. No que diz respeito a Portugal, as yields das OT com maturidade residual de 10 anos decresceram de forma assinalável a partir da segunda quinzena de novembro, atingindo um mínimo de 7,64% no final do mês.

Gráfico 1 – Intervalo de variação das yields no mês de novembro
(em percentagem)



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

Gráfico 2 – Evolução mensal das yields da dívida pública portuguesa
(em pontos percentuais)



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

5 A agência Moody's baixou a notação de risco atribuída a França e aos mecanismos europeus de financiamento, revisão que implicou a perda do "rating" máximo. Depois de uma diminuição semelhante efetuada pela agência *Standard & Poor's* em janeiro, a *Moody's* reduziu o *rating* de França devido à deterioração do cenário macroeconómico. As perspetivas da agência mantêm-se negativas, um sinal de que poderão ocorrer novas revisões em baixa. Na sequência desse corte, a *Moody's* diminuiu também a notação máxima ao Mecanismo Europeu de Estabilidade (MEE) e ao FEEF. De acordo com a *Moody's*, o corte é justificado pela elevada interdependência entre os principais países europeus que servem de suporte aos dois mecanismos. Note-se que as diminuições da notação de risco têm como principal consequência o aumento dos juros exigidos pelos investidores para comprarem a dívida emitida, o que, em última instância, pode originar um aumento de custos para os países sob assistência financeira.

6 A OCDE reviu em baixa as previsões de crescimento económico para Portugal. A OCDE prevê que a economia portuguesa se contraia 1,8% em 2013, e recupere em 2014 (0,9%). A dívida pública (de *Maastricht*) deverá atingir 123% e 124,5% em 2013 e em 2014, respetivamente. A OCDE defende que a consolidação orçamental deve continuar a ser prioritária. No entanto, esta organização defende que caso o crescimento económico se venha a revelar inferior ao esperado pelas autoridades, tal como avança na sua estimativa, estas deverão deixar atuar os estabilizadores automáticos, tolerando, portanto, o incumprimento do objetivo nominal para o défice orçamental. De acordo com a OCDE, este será de 5,2% do PIB em 2012 (incluindo o efeito de medidas extraordinárias) e de 4,9% do PIB em 2013.

Movimento da Dívida Pública

7 Em outubro, o stock da dívida direta do Estado ascendeu a 193 507 M€.¹ Este montante representa um aumento de 9,5% face ao que se registava em outubro do ano transato e de 2% (+3775 M€) face ao registado no final de setembro. Esta variação mensal deveu-se: ao desembolso de 2000 M€ por parte do MEEF (no âmbito da 6.ª tranche do PAEF), à emissão líquida de BT - Bilhetes do Tesouro (1289 M€) e ao aumento do stock de CEDIC - Certificados Especiais de Dívida Pública de curto prazo (em 612 M€).²

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

	Out-11	Set-12	Out-12	tvh (%)
Titulada	128 890	118 790	120 723	-6,3
Curto prazo	20 522	22 001	23 902	16,5
Médio e longo prazo	108 368	96 789	96 822	-10,7
Não titulada	16 392	11 717	11 680	-28,7
Cert. Aforro	11 923	9 714	9 688	-18,7
Cert. do Tesouro	1 278	1 427	1 423	11,3
Outra	3 191	576	569	-82,2
Assist. Financeira	31 510	59 224	61 104	:
Total	176 791	189 731	193 507	9,5
Por memória:				
Transaccionável	123 753	113 692	115 014	-7,1
Não Transaccionável	53 038	76 039	78 494	48,0
Euro	174 778	167 646	171 560	-1,8
Não euro	2 013	22 085	21 947	:

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.

8 O financiamento líquido estimado para 2012 foi revisto em alta face ao que se encontrava previsto inicialmente. De acordo com o relatório do OE/2013, o financiamento líquido deverá ascender a 20 963 M€ no corrente ano, mais 4646 M€

¹ A informação mais recente respeita ao mês de outubro e corresponde apenas à dívida direta do Estado, a qual difere da dívida na ótica de *Maastricht*.

² No dia 3 de outubro foi efetuada uma operação de troca de obrigações do tesouro, através da qual uma parte (3,8 mil M€) da dívida que vencia em setembro de 2013 (9,6 mil M€) foi substituída por títulos que atingem a maturidade apenas em 2015. Essa operação não teve impacto no saldo da dívida direta do Estado porque a amortização antecipada (parcial) teve contrapartida num aumento do stock de outra OT, com o mesmo valor nominal.

do que o que se encontrava previsto no OE/2012. Esta revisão em alta decorre sobretudo do facto de se prever um maior nível de emissão de BT,³ mas também de CEDIC.⁴ Por outro lado, os desembolsos em 2012 no âmbito do PAEF deverão ser inferiores (em 2746 M€) ao inicialmente previsto, sobretudo os provenientes do FEEF (-2301 M€). Note-se que a estimativa para o financiamento líquido em 2012 já tinha sido objeto de revisão no âmbito da primeira alteração ao OE/2012, que contemplou os impactos da transferência parcial dos fundos de pensões do setor bancário para o Estado.⁵ Porém, a nota de apresentação da referida alteração não incluiu o quadro da composição do financiamento.

Tabela 3 – Composição do financiamento líquido em 2012: comparação entre estimativas
(emissões líquidas de amortizações, em milhares de milhões de euros)

	OE/2012 (Out-11)	Est/2012* (Out-12)	Revisão (2) - (1)
	(1)	(2)	(2) - (1)
Dívida Euro	8 332	13 204	4 872
Certificados de Aforro	-1 500	-1 912	-412
Certificados do Tesouro	600	99	-501
CEDIC	0	3 216	3 216
CEDIM	0	8	8
Bilhetes do Tesouro	-1 709	4 571	6 280
OT - taxa fixa	-10 163	-10 575	-412
FEEF	13 666	11 365	-2 301
MEEF	8 333	8 000	-333
Outra dívida	-896	-1 568	-672
Dívida Não Euro	7 963	7 791	-172
FMI	8 333	8 221	-112
Outra dívida	-370	-429	-59
Fluxos de swaps (Liq.)	22	-32	-54
Total	16 317	20 963	4 646

Fontes: IGCP e cálculos da UTAO. | Notas: (*) nova estimativa para 2012, incluída no relatório do OE/2013; montantes expressos ao valor de encaixe.

9 Apesar da entrada em vigor de condições de subscrição mais vantajosas, o stock de certificados de aforro continua a diminuir, embora de forma mais moderada. O stock de certificados de aforro situou-se em 9688 M€ em outubro, menos 2235 M€ face ao registado em igual mês de 2011 (cerca de 3/4 daquela diminuição ocorreu no corrente ano). Refira-se que cerca de 43% daquele stock diz respeito a capitalização acumulada, ou seja, quase metade das aplicações corresponde a juros devidos pelo Estado.⁶ A entrada em vigor de condições de subscrição mais vantajosas a partir de setembro não foi suficiente para que aquele instrumento tenha passado a registar uma subscrição líquida positiva, tendo apenas atenuado o nível de resgates líquidos: em setembro e outubro os resgates líquidos de certificados de aforro foram, em média, de 32 M€, quando em julho e agosto a mesma ascendeu a 193 M€. Refira-se que as previsões para as subscrições líquidas de certificados de aforro e do tesouro em 2012 foram recentemente revistas.⁷ Assim, o cumprimento das novas metas,⁸ implica que, até ao final do ano, os resgates

³ De tal forma que agora se encontra prevista uma emissão líquida positiva (4571 M€), quando anteriormente se estimavam um nível de amortizações superior às emissões (-1709 M€).

⁴ Habitualmente a emissão líquida de CEDIC é nula, pelo que a estimativa de uma emissão líquida de 3216 M€ no corrente ano deverá estar relacionada com a aplicação de disponibilidades de tesouraria.

⁵ Aumento da receita em contas públicas em 2693 milhões de euros (complementando a transferência realizada em 2011) e o pagamento de pensões correspondente às responsabilidades assumidas (522 M€). A transferência dos fundos de pensões permitiu a regularização de pagamentos em atraso do Serviço Nacional de Saúde (1500 M€).

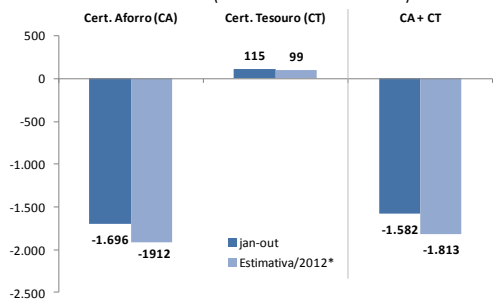
⁶ De acordo com o Boletim estatístico do Banco de Portugal - novembro de 2012. Note-se que, embora a dívida direta do Estado inclua a capitalização acumulada dos certificados de aforro, ela é excluída da definição de *Maastricht* para a dívida pública, uma vez que esta é valorizada em termos nominais.

⁷ 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 Tabela 2.

⁸ Incluídas no relatório do OE/2013.

líquidos de certificados de aforro e do tesouro não ultrapassem os 216 M€ e 16 M€, respetivamente.⁹

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 (OE/2013).

10 O financiamento já recebido ao abrigo do PAEF ascende a cerca de 3/4 do total previsto até 2014.¹⁰ No mês de novembro verificou-se o desembolso de 1,51 mil M€ no âmbito do PAEF. Aquele montante, proveniente do FMI, acresceu aos 2 mil M€ que haviam sido desembolsados pelo MEEF em outubro, também no âmbito da 6.ª tranche do PAEF. Assim, os empréstimos recebidos desde o início daquele Programa totalizam 60,9 mil M€ (ao valor de encaixe, dos quais 26,7 mil M€ no corrente ano¹¹), o equivalente a aproximadamente 74,2% do total previsto naquele Programa.¹² A 6.ª tranche deverá ficar completa até ao final do corrente ano, com o desembolso de 0,8 mil M€ do FEEF. Por fim, refira-se que a aprovação das conclusões da 6.ª avaliação permitirá o desembolso de 2,5 mil M€, que poderá ter lugar em janeiro de 2013, dependendo da aprovação do Conselho de Administração do FMI, do ECOFIN e do Eurogrupo.

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

	2011		2012	
	Executado	Previsto	Até 30-Nov	Previsto*
TOTAL	34,2	33,0	26,7	27,6
FMI	13,1	12,9	8,2	8,2
U.E.	21,1	20,1	18,5	19,4
MEEF	14,1	14,1	7,9	8,0
FEEF	7,0	6,0	10,6	11,4

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.

11 As emissões de BT superaram o valor apresentado na nova estimativa para 2012. No mês de novembro efetuaram-se três leilões de BT (a 3, 6 e 18 meses), tendo sido colocado um total de 2379 M€ (ao valor nominal, do qual 379 M€ em fase não competitiva).¹³ Assinale-se que o montante mais elevado foi colocado na maturidade mais longa (18 meses). Com efeito, tratou-se da terceira operação de títulos com aquela maturidade, cuja amortização já não se encontra garantida pelo programa de assistência financeira, tendo a respetiva taxa voltado a ficar abaixo dos 3%. No entanto, em todas as maturidades, as taxas médias obtidas foram superiores às verificadas nas últimas emissões análogas, sobretudo nos prazos mais curtos. O IGCP informou entretanto que o programa de financiamento de 2012 ficou completo, pelo que já não se realizarão os dois leilões (de 6 e 12 meses) que se

⁹ A subscrição de certificados do tesouro encontra-se suspensa, pelo que apenas se poderão verificar resgates até ao final do ano.

¹⁰ O financiamento previsto inclui o montante destinado ao reforço do sistema financeiro (12 mil M€).

¹¹ O total para 2012 é de 27,6 mil M€, de acordo com o relatório do OE/2013.

¹² Refira-se que o financiamento total do PAEF será superior ao montante inicialmente previsto (78 mil M€), devido à valorização cambial dos SDR - Special Drawing Rights (recorde-se que os desembolsos do FMI estão denominados em SDR).

¹³ As taxas obtidas nos leilões realizados em outubro foram genericamente inferiores às verificadas nas últimas emissões análogas (exceto no de 6 meses), apesar de o montante total não tenha atingido o máximo previsto de 2000 M€.

encontravam previstos para dezembro. Deste modo, as emissões brutas de BT totalizaram 26,4 mil M€ em 2012 (ao valor de encaixe), um montante superior em 9,4 mil M€ à estimativa para o corrente ano (apresentada no relatório do OE/2013).¹⁴

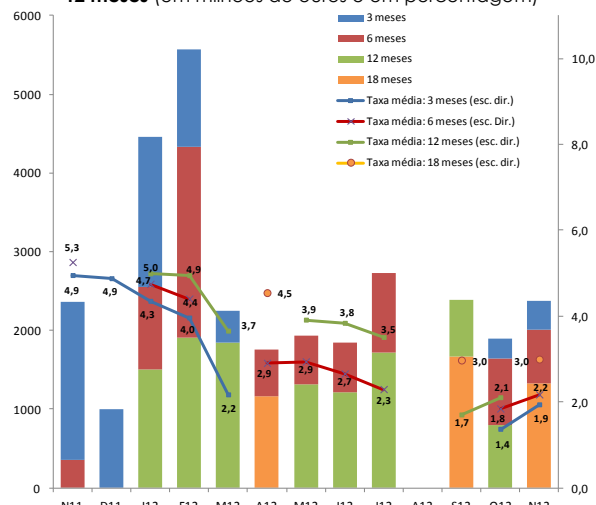
Tabela 5 – Emissões brutas de dívida pública: outubro e novembro/2012

Maturidade	Jan-13	Abr-13	Out-13	Abr-13	Mai-13	Mai-14
Data da Transacção	17-Out	17-Out	17-Out	21-Nov	21-Nov	21-Nov
Prazo	3 meses	6 meses	12 meses	3 meses	6 meses	18 meses
Montante Colocado (M€)	254	845	795	365	685	1 329
Montante de Procura (M€)	2 027	2 331	1 918	1 527	2 245	2 293
Taxa média (%)	1,366	1,839	2,101	1,936	2,169	2,990
Emissão anterior com maturidade equivalente (%)	Fev-12	Set-12	Jul-12	Out-12	Out-12	Set-12
	3,845	1,700	3,505	1,366	1,839	2,967

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

12 Os custos de emissão de BT reduziram-se significativamente no corrente ano, tendo aumentado a maturidade. Com efeito, as taxas de juro de curto prazo corrigiram consideravelmente ao longo do ano, representando atualmente menos de metade da taxa exigida no início do ano. Para esta evolução positiva terão contribuído o anúncio do novo programa de compra de dívida soberana por parte do BCE,¹⁵ bem como as avaliações positivas no âmbito do PAEF. Assim, no corrente ano, a média aritmética simples das taxas de emissão de BT situou-se em 3,3% (em 2011, ano em que Portugal solicitou assistência financeira internacional, a média foi de 4,7%), mesmo tendo sido utilizadas maturidades mais longas (em 2012 realizaram-se 8 leilões a 12 meses e 3 leilões a 18 meses). Este cenário mais favorável mais terá levado a um maior recurso à emissão de Bilhetes do Tesouro do que o previsto inicialmente no OE/2012 (ver Tabela 3).

Gráfico 4 – Emissões de BT e respetivas taxas de juro médias nos últimos 12 meses (em milhões de euros e em percentagem)



Fonte: IGCP e cálculos da UTAO. | Nota: inclui alocações em fase competitiva e não competitiva (ao valor nominal); em janeiro de 2012, a barra/linha verde corresponde a uma emissão com maturidade de 11 meses e em março de 2012 a barra/linha azul corresponde a uma emissão com maturidade de 4 meses.

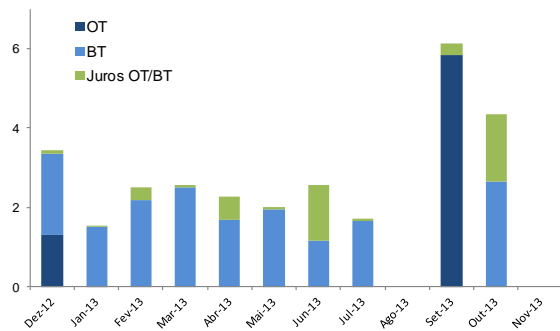
13 Nos próximos doze meses, as necessidades de financiamento decorrentes da amortização da dívida (incluindo juros) deverão ascender a 29,1 mil M€, o equivalente a 25,3% do stock de dívida transacionável. No último mês do ano, será amortizado um montante de 3,5 mil M€ (incluindo juros), do qual 2,2 mil M€ relativos a BT. O pagamento de montante mais expressivo ocorrerá em setembro de 2013 (5,8 mil M€, ao qual acrescerão 0,3 mil M€ a título de juros)¹⁶ e em outubro de 2013 (amortização de 2,6 mil M€ e pagamento de 1,7 mil M€ em juros).

¹⁴ As emissões totalizaram 27,2 mil M€ ao valor nominal.

¹⁵ Ainda que esse programa - designado por *Outright Monetary Transactions* (OMT), no âmbito do qual as compras de dívida são ilimitadas e focam-se no curto prazo (entre 1 e 3 anos) - não se aplique a Portugal até ao regresso pleno aos mercados.

¹⁶ Este valor seria superior se não tivesse ocorrido a recente oferta de troca de OT (3,8 mil M€), cuja data de amortização passou para 2015.

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 recente oferta de troca de OT (3,8 mil M€); o gráfico não inclui acordos de recompra ("Repos"); consideram-se apenas as amortizações relativas ao stock da dívida viva (e após swaps).

14 Até outubro, a transferência do OE destinada à amortização da dívida ascendeu a pouco mais de 1/3 do novo montante previsto para 2012. De acordo com os dados publicados pela DGO,¹⁷ a receita do Estado proveniente da alienação de partes sociais de empresas ascendeu a 160 M€¹⁸ até outubro e a respetiva transferência do OE para o Fundo de Regularização da Dívida Pública (FRDP), destinada à amortização da dívida pública, totalizou 760 M€.¹⁹ De acordo com a nova estimativa para 2012, o montante a transferir para o FRDP no corrente ano deverá ascender a 2,2 mil M€. Assim, para que se cumprisse a referida estimativa, as restantes parcelas provenientes da reprivatização da EDP e da REN teriam que ser recebidas pelo Estado até ao final do ano e aplicadas na amortização da dívida, no montante de 1,4 mil M€.

15 A (nova) dotação de "juros e outros encargos" do Estado para 2012 já se encontra praticamente executada.²⁰ 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 outubro ascenderam a 6521 M€, equivalente a 93,7% do total previsto no âmbito da 2.ª alteração ao OE/2012.²¹ Assim, o cumprimento da nova previsão implica um encargo com juros de 439 M€ nos últimos dois meses do ano (dos quais 86 M€ relativos a Bilhetes do Tesouro).

16 Entre 2014 e 2016, a amortização do stock vivo de dívida de médio e longo prazo deverá atingir 50,6 mil M€. No próximo ano, a amortização de dívida ascenderá a 5,9 mil M€.²² Note-se que, de acordo com o relatório do OE/2013, não se encontra prevista qualquer emissão de Obrigações do Tesouro em 2013, tendo o IGCP entretanto afirmado que "Portugal tem as suas necessidades de financiamento de 2013 amplamente cobertas e só vai emitir títulos de longo prazo quando puder fazê-lo de forma sustentada". O regresso às emissões em mercado necessariamente que ter em conta escolha de maturidades que não façam incidir as amortizações em anos que já se encontram sobrecarregados. Com efeito, as

¹⁷ Síntese da execução orçamental – novembro de 2012.

¹⁸ Montante respeitante à privatização da REN.

¹⁹ O diferencial decorre do facto da primeira parcela proveniente da reprivatização da EDP (600 M€), recebida em dezembro de 2011, apenas ter sido aplicada na amortização da dívida no presente exercício. Esta questão já tinha sido anteriormente assinalada pela UTAO (parágrafo 16 da [Informação Técnica n.º 4/2012](#), de 2 de fevereiro).

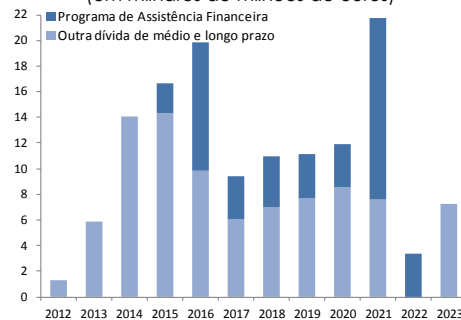
²⁰ Considerando apenas o subsector Estado. Não inclui, portanto, os restantes subsectores das administrações públicas.

²¹ A previsão de "juros e outros encargos" do Estado para 2012 foi objeto de sucessivas revisões em baixa, a última das quais no âmbito do 2.º OER/2012: menos 419 M€ face ao 1.º OER/2012.

²² Este montante já não inclui 3,8 mil M€, devido à amortização antecipada (parcial) de uma OT, cujo prazo de amortização passou para 2015, permitindo assim aliviar as necessidades de amortização em 2013. 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€.

amortizações de montante mais expressivo serão pagas nos anos de 2016 e de 2021 (cerca de 21 mil M€, em média), sendo que nesses anos as amortizações dos empréstimos no âmbito do PAEF deverão corresponder a 10 e 14,2 mil M€, respetivamente.²³

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

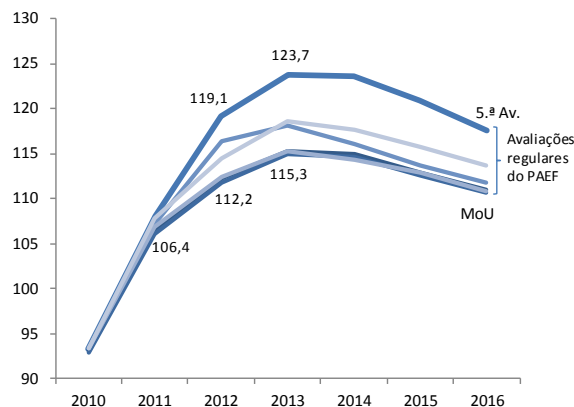


Fonte: IGCP. | Nota: considera-se apenas o stock da dívida vigente, não se efetuando qualquer estimativa para os montantes e as datas de amortização das futuras emissões; não se consideram as amortizações de dívida a efetuar em 2012 no âmbito do PAEF, por ser de curto prazo.

A dívida pública e o PIB nominal

17 As projeções para o PIB nominal são relevantes no contexto da análise da dívida pública. Enquanto nas projeções macroeconómicas é comum apresentar a evolução do PIB real (de que também são sinónimos o "PIB a preços constantes" e o "PIB em volume"), uma vez que este permite avaliar a variação das quantidades produzidas num dado período sem a influência de alterações de preços, no que se refere à dívida pública, esta é habitualmente exibida em percentagem do PIB nominal (também designado por "PIB a preços correntes" ou por "PIB em valor"). Consequentemente, os dois conceitos diferenciam-se pela variação dos preços que se encontra implícita, i.e. o deflador do produto. No contexto da análise da dívida pública, importa, portanto, observar também a evolução do PIB nominal.

Gráfico 7 – Projeções para o peso da dívida pública no PIB nominal (em percentagem)



Fontes: FMI (MoU, Relatórios de avaliação regular do PAEF). | Notas: stock em final de período. A definição utilizada para a dívida pública é a estabelecida no âmbito do PDE - Procedimento dos Défices Excessivos (vulgo "Dívida de Maastricht").

18 De acordo com as mais recentes projeções, no final de 2012, a dívida pública de Maastricht deverá ficar acima do previsto na versão original do MoU. A dívida pública deverá situar-se em cerca de 119,1% do PIB no final de 2012 de acordo com a 5.ª avaliação do PAEF (e será de 120% do PIB tendo em conta a informação já conhecida sobre a 6.ª avaliação do PAEF), o que representa cerca de 7 a 8 p.p. do PIB acima do previsto em maio de 2011, aquando da assinatura do MoU.

²³ A amortização dos empréstimos contraídos no âmbito do PAEF deverá ter início em 2015 (2,3 mil M€).

Para a revisão em alta da projeção para o peso da dívida pública no PIB contribuiu não apenas um nível mais elevado de dívida pública (que passou de 190,5 mil M€ para 198,1 mil M€ e que se deveu diversos efeitos não previstos, designadamente: a revisão em alta do défice público, a integração de novas entidades no perímetro das administrações públicas ou a necessidade de obter financiamento para constituir ativos financeiros), mas também a revisão em baixa da projeção para o PIB nominal (que em lugar dos 169,8 mil M€ previstos, poderá situar-se em cerca de 166,3 mil M€).

Tabela 6 – Projeções para o PIB nominal e para a dívida pública
(em milhares de milhões de euros e em percentagem do PIB)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	dif. 2016-11
MoU maio/2011								
Dívida (mM€)	160,5	181,5	190,5	200,7	207,8	211,4	214,8	33,3
PIB nominal (mM€)	172,5	170,6	169,8	174,0	180,7	187,2	193,5	22,9
Dívida/PIB (%)	93,0	106,4	112,2	115,4	115,0	112,9	111,0	4,6
5.ª av. out./2012								
Dívida (mM€)	161,1	184,7	198,1	206,4	210,6	212,7	214,2	29,5
PIB nominal (mM€)	172,7	170,9	166,3	166,8	170,4	175,5	180,8	9,9
Dívida/PIB (%)	93,3	108,1	119,1	123,7	123,6	121,2	118,5	10,4

Fonte: FMI (MoU e relatório da 5.ª avaliação regular do PAEF).

19 Ainda que, para 2016, esteja previsto um nível de dívida pública idêntico, o seu peso no produto deverá ser superior ao que constava na versão original do MoU. Uma revisão generalizada das projeções para o produto tem, obviamente, consequências mais profundas para o peso da dívida pública no PIB. As projeções apresentadas em outubro de 2012 no âmbito da 5.ª avaliação do PAEF tinham subjacente uma dívida pública para 2016 praticamente igual à projetada em maio de 2011, no entanto, o peso desta no PIB nominal é superior em 7,5 p.p. (ver Tabela 6 e Tabela 7). Tal revisão em alta deve-se ao facto de, para 2016, se prever um PIB nominal de 180,8 mil M€, inferior em 12,7 mil M€ ao projetado em maio de 2011. Com efeito, a diferença entre as projeções para o PIB nominal é significativa: no MoU estava previsto um crescimento médio anual de 2,6% e na 5.ª avaliação este é de apenas 1,1% (ver Tabela 8), sendo que essa diferença se deve mais ao PIB real do que aos preços implícitos, exceto no que se refere ao ano 2012. Em consequência da revisão em baixa do PIB nominal, o peso da dívida pública neste deverá ser superior em cerca de 7 a 8 p.p., anualmente, entre 2014 e 2016 (tabela 7).

Tabela 7 – Contributos para as revisões do peso da dívida pública no PIB
(em pontos percentuais do PIB)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Revisões Dívida/PIB	0,3	1,7	6,9	8,4	8,6	8,3	7,5
das quais:							
Rev. Dívida	0,4	1,8	4,6	3,4	1,7	0,7	-0,3
Rev. PIB	-0,1	-0,2	2,5	5,1	7,0	7,6	7,8

Fonte: FMI (MoU e relatório da 5.ª avaliação regular do PAEF).

20 O processo de redução dos preços implícitos no produto, não completamente antecipado, poderá ter consequências ao nível do peso da dívida no PIB. Para as revisões em baixa do PIB nominal também contribuíram os preços implícitos. Este contributo é mais evidente no que se refere ao ano 2012. Com efeito, em maio de 2011 foi previsto um deflator de 1,3%, tendo a projeção passado a ser de apenas 0,3% no âmbito da 5.ª avaliação. Considerando as projeções mais recentes da OCDE, o deflator poderá traduzir uma variação negativa dos preços implícitos no produto de 0,2%, algo que não se verifica, pelo menos, desde 1996. A projeção da OCDE estará mais próxima da realidade, uma vez que, de acordo com a informação das contas nacionais trimestrais do INE, já se verificou um deflator negativo em termos homólogos no 2.º e no 3.º trimestre de 2012 (de -0,1 e de -0,4%, respetivamente). Note-se que o processo de redução dos preços implícitos no produto, não completamente antecipado nas projeções

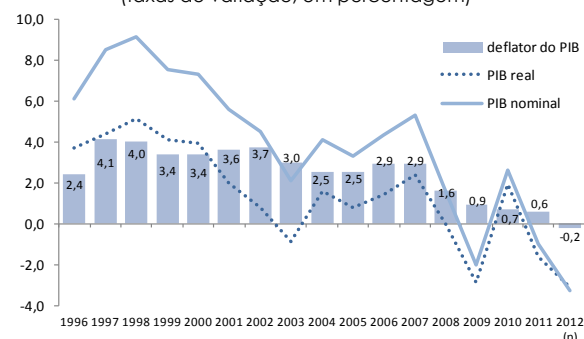
oficiais e com consequências ao nível do peso da dívida no PIB, não representa necessariamente um risco deflacionista, no sentido estrito de uma redução generalizada e autossustentada do nível de preços. Presume-se que esta redução se deva ao ajustamento dos preços inerente ao processo de redução da procura interna e de restabelecimento da competitividade externa da economia portuguesa, o qual resultará numa desvalorização em termos reais (uma vez que não é possível uma desvalorização cambial em termos nominais face aos parceiros da área do euro). Este período de desinflação e de baixo crescimento económico terá de ser necessariamente transitório e é pouco compatível com taxas de juro elevadas, sob pena de tornar imparável a dinâmica de crescimento da dívida pública. Com efeito, os cenários de sustentabilidade da dívida admitem habitualmente um crescimento do PIB nominal de 4% a longo prazo (distribuído equitativamente entre o PIB real e o deflator), algo que não se prevê vir a ocorrer até 2016.

Tabela 8 – Variação do PIB e dos preços implícitos: MoU vs 5.ª avaliação
(taxa de crescimento anual, em percentagem)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	t.v.m.a.
Var. PIB real (em %)							
MoU maio/2011	-2,2	-1,8	1,2	2,5	2,2	2,0	1,2
5.ª av. out./2012	-1,7	-3,0	-1,0	1,2	1,8	1,8	0,2
Por memória:							
Prev. OCDE nov./2012	-1,7	-3,1	-1,8	0,9	nd	nd	.
Deflador do PIB (em %)							
MoU maio/2011	1,1	1,3	1,3	1,4	1,4	1,4	1,3
5.ª av. out./2012	0,7	0,3	1,3	1,0	1,2	1,2	1,0
Por memória:							
Prev. OCDE nov./2012	0,7	-0,2	0,9	0,7	nd	nd	.
Var. PIB nominal (em %)							
MoU maio/2011	-1,1	-0,5	2,5	3,9	3,6	3,4	2,6
5.ª av. out./2012	-1,0	-2,7	0,3	2,2	3,0	3,0	1,1
Por memória:							
Prev. OCDE nov./2012	-1,0	-3,3	-0,9	1,6	nd	nd	.

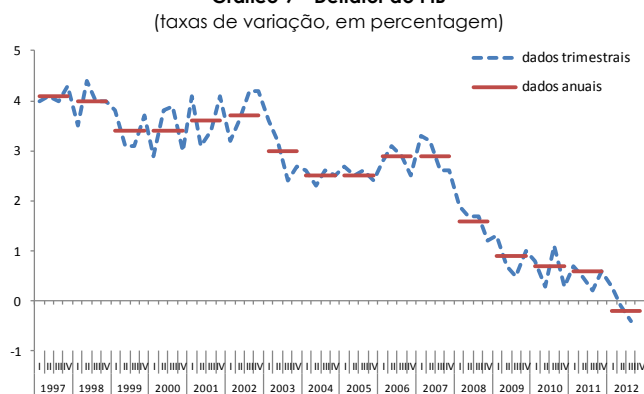
Fonte: FMI (MoU e relatório de avaliação regular do PAEF). | Notas: a sigla t.v.m.a. significa taxa de variação média anual.

Gráfico 8 – Variação anual do PIB e dos preços implícitos
(taxas de variação, em percentagem)



Fonte: INE (1996-2011) e OCDE (projeção para 2012)

Gráfico 9 – Deflator do PIB
(taxas de variação, em percentagem)



Fonte: INE (dados disponíveis até ao 3.º trimestre de 2012) e OCDE (projeção para 2012- dados anuais) | Nota: As variações do deflator do PIB diferem das referentes aos índices de preços no consumidor porque estas encontram-se influenciadas por outros efeitos, como por exemplo o aumento dos impostos sobre o consumo ou o aumento dos preços administrativos.