

Condições de Mercado

1 Em fevereiro, a perceção de risco em torno da dívida soberana diminuiu na maioria dos países da área do euro. No mês de fevereiro registou-se uma redução do diferencial das yields dos títulos de dívida pública de diversos países face às congéneres alemãs. Os países que mais beneficiaram com essa redução mensal foram Portugal, a Itália e a Irlanda. Desde o início do ano, foi nestes últimos dois países que o diferencial face às yields alemãs mais se reduziu. Em sentido contrário, o spread das OT portuguesas a 10 anos face às congéneres alemãs aumentou ligeiramente desde o final de 2011, atingindo 11,9 p.p. no dia 29 de fevereiro.

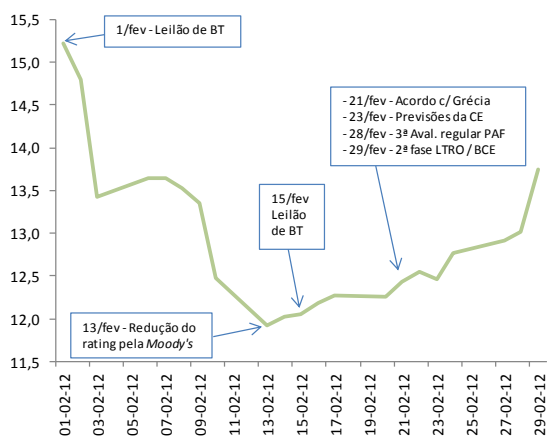
Tabela 1 – Spread de títulos emitidos a 10 anos face à Alemanha
(em pontos percentuais)

	31 dez 2009	31 dez 2010	30 dez 2011	31 jan 2012	29 fev 2012	Var. mensal fevereiro	Var. desde o início do ano
Grécia	2,4	9,5	29,8	32,5	33,0	0,4	3,1
Portugal	0,7	3,6	11,5	14,6	11,9	-2,7	0,4
Irlanda	1,5	6,0	6,6	5,5	5,2	-0,3	-1,4
Itália	0,8	1,9	5,3	4,2	3,4	-0,8	-1,9
Espanha	0,6	2,5	3,2	3,2	3,2	0,0	0,0
França	0,2	0,4	1,3	1,3	1,1	-0,2	-0,3

Fonte: Bloomberg (online). | Nota: No caso da Irlanda foram utilizadas as taxas de rendibilidade das obrigações com maturidade a 9 anos, uma vez que as congéneres a 10 anos deixaram de ter benchmark nesta fonte desde o dia 11 de Outubro.

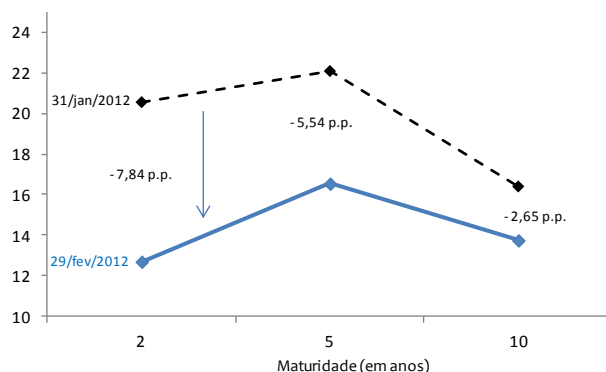
2 A evolução das taxas de rendibilidade das OT portuguesas ao longo do mês de fevereiro pode ser dividida em dois momentos. Com efeito, assinala-se uma redução muito acentuada desde o final de janeiro, a qual foi interrompida por um aumento persistente a partir do dia 13 de fevereiro, dia em que a yield das obrigações das OT a 10 anos atingiu um mínimo de 11,93% (no mesmo dia foram atingidos mínimos para as OT a 2 e a 5 anos). A longa negociação para a revisão do programa de financiamento da Grécia e a redução do rating de seis países europeus por parte da agência Moody's (incluindo o de Portugal) podem estar na origem do movimento ascendente. A última semana daquele mês foi ainda marcada por vários eventos, com destaque para a revisão em baixa do crescimento económico para a área do euro por parte da Comissão Europeia (CE).

Gráfico 1 – Yield das Obrigações do Tesouro portuguesas a 10 anos – fevereiro de 2012 (em percentagem)



Fonte: Bloomberg (online).

Gráfico 2 – Curva de rendimentos das Obrigações do Tesouro portuguesas (em percentagem)



Fonte: Bloomberg (online).

3 A agência Moody's reduziu a notação da dívida pública de seis países da área do euro, colocando o rating da dívida pública portuguesa no nível Ba3. A agência identificou fatores internos e externos para explicar essa redução. No que se refere aos fatores internos, a agência destacou a perspetiva de uma contração económica mais longa e profunda em Portugal face às perspetivas anteriores. A nível externo, a Moody's destacou o potencial efeito de contágio resultante da situação grega e que pode afastar Portugal dos mercados para além do período de vigência do PAF. A agência referiu ainda que as fracas perspetivas económicas para a Europa dificultam a implementação dos programas de austeridade e das reformas estruturais necessárias para promover a competitividade e o emprego.

4 A Comissão Europeia reviu em baixa as previsões para a economia europeia. Na publicação intercalar divulgada no dia 23 de fevereiro, a CE reviu em baixa as suas previsões para a evolução da economia portuguesa, antecipando uma contração de 3,3% em 2012 (um agravamento de 0,3 p.p. face à previsão de outono). Esta degradação das perspetivas para Portugal enquadra-se numa revisão em baixa generalizada do crescimento económico na área do euro, para a qual se prevê uma contração de 0,3%, representando uma revisão em baixa de 0,8 p.p. face à previsão anterior. Apenas na Grécia está prevista uma contração mais acentuada que em Portugal (-4,4%). As incertezas em torno da evolução da atividade económica permanecem elevadas, tendo os riscos da previsão um carácter maioritariamente descendente. Segundo a CE, o agravamento da crise da dívida soberana e o aumento da perceção de risco nos mercados financeiros pode resultar numa contração ainda maior do crédito à economia e, por efeito de feedback entre o sector financeiro e a economia real, poderá causar uma recessão ainda mais profunda e prolongada. A adoção de medidas de política económica ao nível da UE e dos Estados-Membros pode, segundo a CE, ser decisiva para reduzir a incerteza.

5 A terceira avaliação do PAF para Portugal foi positiva. Durante o mês de fevereiro surgiram especulações em torno da insustentabilidade da dívida pública portuguesa por parte de alguns analistas de mercado. No entanto, esta perspetiva foi contrariada pelas autoridades internacionais no âmbito da 3.ª revisão do PAF. De acordo

com a declaração conjunta da CE, do BCE e do FMI, no dia 28 de fevereiro, o programa português encontra-se "no bom caminho", tendo por isso sido aprovada a 4.ª tranche do financiamento, no valor de 14,9 mil M€. As principais conclusões da avaliação (que, em termos genéricos, considerou que o programa está a ser executado conforme planeado) prenderam-se com a confirmação do cumprimento dos critérios quantitativos do défice orçamental e dívida pública em 2011, tendo sido reafirmada a exequibilidade da meta do défice para 2012 (4,5% do PIB), desde que entretanto as perspetivas económicas não venham a ser revistas em baixa. A referida declaração relembra que "os Estados-Membros da área do euro declararam que estão prontos a apoiar Portugal até que o país consiga regressar ao mercado".

6 Foram recentemente acordados os termos de um novo programa de assistência financeira à Grécia. Na sequência da reunião do Eurogrupo, no dia 21 de fevereiro, foi alcançado um acordo provisório com o governo grego sobre os termos de um segundo programa de assistência até 2020 (altura em que a dívida grega deverá representar 120,5% do PIB). O financiamento total poderá ascender até 130 mil M€ (o valor exato ainda não se encontra definido, nem a repartição do esforço entre a UE e o FMI). Note-se que este acordo apenas deverá ser oficializado na próxima reunião do Eurogrupo, encontrando-se condicionado à verificação de algumas condições de negociação entre o governo grego e os credores privados. Com efeito, estes últimos deverão vir a abdicar de 53,5% do valor nominal dos seus atuais títulos de dívida pública, no âmbito de um programa de troca por novos títulos, que será lançado a 8 de março e que representará um perdão de dívida de 107 mil M€. Por sua vez, os Estados-Membros concordaram com uma redução adicional retroativa das taxas de juro dos empréstimos bilaterais à Grécia. O BCE e os bancos centrais nacionais aceitaram transferir para a Grécia eventuais mais-valias realizadas com os títulos de dívida grega que venham a adquirir ao abrigo deste segundo programa. Refira-se, ainda, que o acordo pressupõe a aceitação por parte do governo grego do reforço do grupo de missão da CE em Atenas, a implementação de reformas estruturais e a consagração na legislação grega da regra da prioridade absoluta ao pagamento da dívida pública.

7 No dia 29 de fevereiro, o BCE concretizou a segunda fase da operação de refinanciamento a 3 anos no âmbito do programa LTRO (*Longer-term Refinancing Operations*). O montante total da primeira operação, realizada no dia 22 de dezembro de 2011, ascendeu a 489 mil M€. Em fevereiro, o montante colocado foi de 529,5 mil M€.

Movimento da Dívida Pública

8 No final de 2011, a dívida das administrações públicas na ótica de Maastricht ascendeu a 107,2% do PIB. De acordo com dados preliminares divulgados pelo Banco de Portugal no Boletim Estatístico de fevereiro, a dívida pública na ótica de Maastricht atingiu 183,3 mil M€ no final do 4.º trimestre de 2011 (107,2% do PIB). Apesar de ter aumentado 13,8 p.p. face ao 4.º trimestre de 2010, o referido rácio reduziu-se em 3,2 p.p. face ao trimestre anterior. Os dados oficiais para a área do euro e para o conjunto da UE, referentes ao 4.º trimestre de 2011, serão publicados pelo Eurostat no dia 25 de Abril. Apenas nessa altura será possível constatar qual terá sido a evolução do

diferencial face àqueles dois agregados, que no final do 3.º trimestre se situava em 23 e 28,2 p.p., respetivamente¹.

Tabela 2 – Dívida das administrações públicas na ótica de Maastricht (em percentagem do PIB)

	2010	2011		Variação (em p.p.)	
	4.º Trim.	3.º Trim.	4.º Trim.	em cadeia	homóloga
PT	93,4	110,4	107,2	-3,2	13,8
EA17	85,4	87,4	n.d.	n.d.	n.d.
EU27	80,2	82,2	n.d.	n.d.	n.d.

Fonte: Banco de Portugal (dados para PT - Portugal), Eurostat (dados para a EA17 - área do euro e EU27 - União Europeia) e cálculos da UTAO.

A análise dos dados preliminares da dívida de Maastricht de 2011 é efetuada no último capítulo desta nota. De seguida, procede-se à habitual análise da dívida direta do Estado, a qual constitui apenas um subconjunto do universo da dívida das administrações públicas na ótica de Maastricht. A dívida direta do Estado corresponde apenas aos passivos não consolidados do subsector Estado, em virtude do recurso a instrumentos tais como empréstimos, títulos da dívida e outros instrumentos de aforro (ver tabela 6 da Informação Técnica n.º 4/2012 da UTAO).

9 No final de janeiro de 2012, o stock da dívida direta do Estado registou a quarta taxa de variação homóloga mais elevada desde o início do Programa de Assistência Financeira (PAF). Com efeito, o referido stock ultrapassou os 180 mil M€, tendo aumentado cerca de 29 mil M€ (19,3%) face ao verificado no final do mês homólogo de 2010.

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

	Jan-11	Dez-11	Jan-12	Tvh (%)
Titulada	134 879	125 743	125 631	-6,9
Curto prazo	23 146	17 236	17 796	-23,1
Médio e longo prazo	111 733	108 507	107 835	-3,5
Não titulada	16 683	13 284	15 122	-9,4
Cert. Aforro	15 289	11 384	11 138	-27,2
Cert. do Tesouro	781	1 308	1 325	69,7
Outra	613	592	2 659	333,8
Assist. Financeira	0	35 862	40 003	:
Total	151 562	174 889	180 758	19,3
Por memória:				
Transaccionável	129 354	121 670	121 273	-6,2
Não Transaccionável	22 420	53 220	59 483	
Euro	149 222	159 134	165 306	10,8
Não euro	2 340	15 755	15 452	

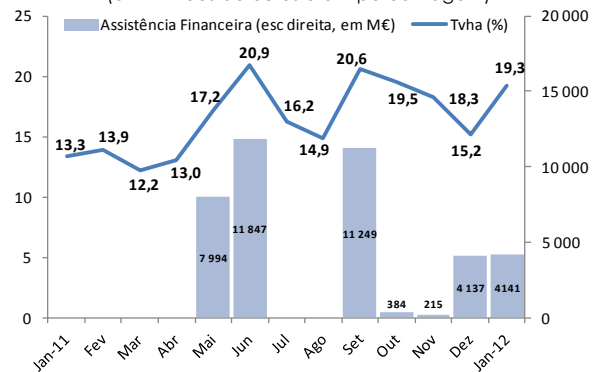
Fonte: IGCP e cálculos da UTAO.

Nota: Os stocks, incluindo os empréstimos recebidos ao abrigo do programa de assistência financeira, encontram-se valorizadas em termos nominais, exceto os títulos emitidos a desconto, que estão expressos ao valor descontado.

10 Os desembolsos ocorridos em janeiro ao abrigo do PAF justificaram a quase totalidade do aumento do stock da dívida direta do Estado face ao mês anterior. O stock da dívida aumentou 3,4% face registado no final de dezembro, sobretudo por via dos desembolsos no âmbito do PAF (+4,1 M€) e, em menor grau, do aumento do stock de dívida de curto prazo não titulada (+1,8 M€).

¹ O diferencial está fortemente influenciado em 2011 pela "almofada de liquidez" constituída com recurso aos empréstimos do PAF. Este aspeto é analisado de forma mais detalhada no capítulo seguinte da presente Informação.

Gráfico 3 – Efeito dos desembolsos do PAF na dívida direta do Estado
(em milhões de euros e em percentagem)



Fonte: IGCP e cálculos da UTAO. | Nota: Os valores nominais em dívida relativos à Assistência Financeira incluem a margem exigida pelo FEEF acima do seu custo de financiamento, assim como mais/menos valias e variações cambiais.

11 Incluindo já a 4.ª tranche do financiamento do PAF, recentemente aprovada, encontra-se cumprido cerca de ¾ do total destinado às administrações públicas. No corrente ano, foram recebidos 4,2 mil M€ ao abrigo do PAF (ao valor de encaixe), de um total de 30,3 mil M€ previsto para o conjunto do ano, não se tendo verificado qualquer desembolso no mês de fevereiro. Desde o início do PAF, o financiamento totaliza 38,5 mil M€. Refira-se que, na sequência da 3.ª missão de avaliação do PAF, foi recentemente aprovado o pagamento da 4.ª tranche, no valor de 14,9 mil M€, que deverá ocorrer em abril, dependendo da aprovação do Conselho de Administração do FMI, do Ecofin e do Eurogrupo. Assim, excluindo o montante reservado para o reforço do sistema financeiro (4,3 mil M€, de acordo com a intervenção do Ministro de Estado e das Finanças, no dia 28 de fevereiro), o financiamento aprovado equivale já a 74,3% do total destinado às administrações públicas (66 mil M€).

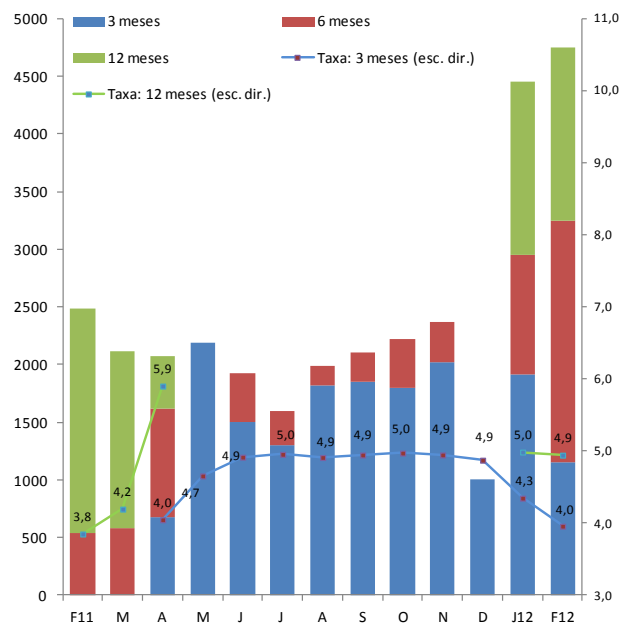
Tabela 4 – Empréstimos no âmbito do PAF
(ao valor de encaixe e em milhares de milhões de euros)

	FMI	U.E.	Total
1ª Tranche	6,3	12,5	18,8
2ª Tranche	4,0	7,6	11,6
3ª Tranche	2,9	5,2	8,1
Total recebido	13,1	25,3	38,5
4ª Tranche	5,2	9,7	14,9
Total aprovado	18,3	35,0	53,4

Fontes: IGCP (valores efetivamente recebidos, correspondentes às três primeiras tranches) e comunicado de Imprensa do FMI, de 28 de Fevereiro (4ª tranche, a receber em abril). | Nota: Os montantes efetivamente recebidos diferem dos indicados na Tabela 3 por não incluírem a margem exigida pelo FEEF acima do seu custo de financiamento, mais/menos valias e variações cambiais.

12 No mês de fevereiro, o financiamento obtido através da emissão de bilhetes do tesouro (BT) foi o mais elevado desde o pedido de assistência financeira, tendo-se recorrido a emissões com prazos mais longos. Após a assinatura do PAF, as emissões de BT passaram a ser feitas invariavelmente através de linhas a 3 e 6 meses. Porém, no início de 2012 tem-se verificado uma alteração da estratégia do IGCP na colocação da dívida de curto prazo, procurando aproveitar a recente melhoria das condições de mercado. Pelo segundo mês consecutivo, foram realizados três leilões de BT no mesmo dia, tendo o maior financiamento decorrido de um leilão adicional com um prazo mais longo (uma emissão a 12 meses em fevereiro, quando em janeiro já tinha sido colocada dívida a 11 meses). Salienta-se que, em fevereiro, foi colocado o maior montante de BT desde o pedido de assistência financeira: cerca de 4,7 mil M€. Deste modo, o financiamento bruto conseguido desde o início do corrente ano através da emissão de BT já ascende a 9,2 mil M€.

Gráfico 4 – Emissões de BT e respetivas taxas de juro médias desde fevereiro/2011 (em milhões de euros e em percentagem)



Fonte: IGCP. | Nota: Em janeiro de 2012, a barra verde corresponde a uma emissão com uma maturidade de 11 meses.

13 As taxas médias das emissões de dívida efetuadas em fevereiro diminuíram em todos os prazos, face às últimas emissões análogas. Esta melhoria foi particularmente sentida nos prazos mais curtos, tendo inclusivamente a taxa da última emissão a 3 meses ficado abaixo dos 4%. A taxa da linha a 12 meses situou-se praticamente ao mesmo nível da emissão a 11 meses, efetuada no mês anterior.

Tabela 5 – Emissões de dívida pública em fevereiro/2012

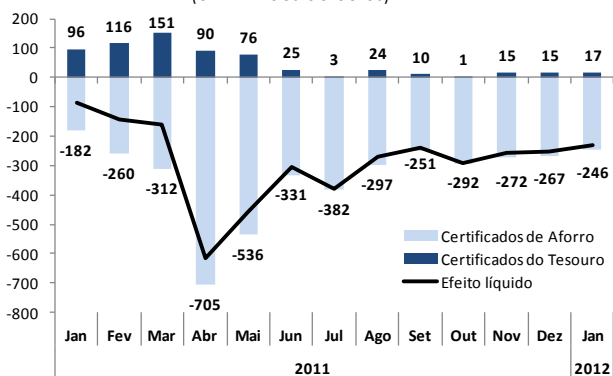
Maturidade	Mai-12	Jul-12	Mai-12	Ago-12	Fev-13
Data da Transacção	01-Fev	01-Fev	15-Fev	15-Fev	15-Fev
Prazo	3 meses	6 meses	3 meses	6 meses	12 meses
Montante Colocado (M€)	851	898	300	1 200	1 500
Montante de Procura (M€)	2 107	1 987	3 089	3 030	3 025
Taxa média (%)	4,068	4,463	3,845	4,332	4,943
Por memória: emissão anterior	Jan-12	Jan-12	Fev-12	Fev-12	Jan-12
com maturidade equivalente (%)	4,346	4,740	4,068	4,463	4,986

Fonte: IGCP e cálculos da UTAO. | Nota: Inclui alocações em fase competitiva e não competitiva.

14 O regime jurídico dos BT foi recentemente alterado, tendo sido alargada a sua maturidade máxima. Como é sabido, desde a assinatura do PAF, a República portuguesa só se tem conseguido financiar diretamente (no mercado primário) para prazos curtos. Nesse contexto, o Decreto-Lei n.º 40/2012, de 20 de fevereiro, reviu o regime jurídico dos BT. A principal alteração consistiu no alargamento da maturidade máxima das emissões, de 12 para 18 meses. Pretende-se, deste modo, aproveitar o contexto mais favorável do mercado primário em virtude da liquidez existente, de modo a aproveitar taxas de juro mais baixas e a facilitar a gestão de tesouraria. De acordo com o calendário indicativo dos leilões de BT, só deverão ser realizados mais dois leilões até ao final do 1.º trimestre, com maturidades de 3 e 6 meses. No entanto, perante este novo quadro normativo, não será de excluir a possibilidade da realização de leilões adicionais com maturidades mais longas, à semelhança do ocorrido nos últimos dois meses.

15 O stock de certificados de aforro diminuiu 4,3 mil M€ desde o final de 2010. O montante de resgates líquidos de certificados de aforro tem vindo a estabilizar em torno dos 250 e 300 M€/mês. Em janeiro de 2012, os resgates líquidos totalizaram 246 M€, continuando a não ser compensados pela subscrição líquida de certificados do tesouro (17 M€). Refira-se que o stock de certificados de aforro diminuiu cerca 4,3 mil M€ desde o final de 2010, enquanto as subscrições líquidas de certificados do tesouro aumentaram apenas 640 M€. Assim, considerando os saldos destes dois instrumentos, o resgate líquido foi de 3,7 mil M€ desde o final de 2010.

Gráfico 5 – Variação líquida mensal dos certificados de aforro e do tesouro e respetivo efeito líquido na dívida
(em milhões de euros)



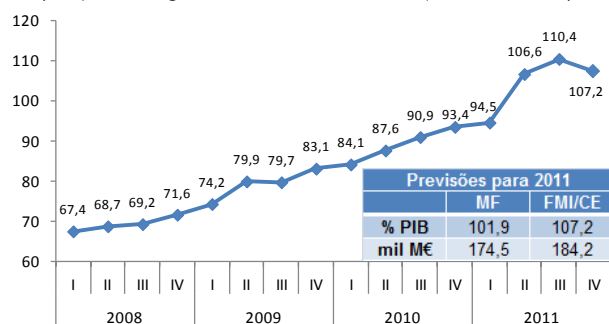
Fonte: IGCP e cálculos da UTAO.

16 Nos próximos doze meses, o montante das necessidades de financiamento decorrentes da amortização de dívida (viva) atingirá os 27,5 mil M€, o que corresponde a 22,6% do stock de dívida transacionável. Desse montante, cerca de 13,2 mil M€ estão relacionados com a amortização de BT (maioritariamente já no 2.º trimestre) e cerca de 12,1 mil M€ relativos à amortização de OT (dos quais 9,7 mil M€ se vencem em junho). Àqueles valores acrescerá ainda o pagamento de juros de OT (cerca de 4,7 mil M€) e de BT vivos (0,4 mil M€).

Estimativa preliminar para 2011

17 O rácio da dívida pública no PIB ascendeu a 107,2% em 2011, em linha com a previsão do FMI/UE. De acordo com a estimativa preliminar divulgada pelo Banco de Portugal no Boletim Estatístico de fevereiro de 2012, a dívida pública portuguesa terá ascendido no 4.º trimestre de 2011 a 107,2% do PIB (183,3 mil M€), aumentando 13,8 p.p. face ao observado no final de 2010. Esta variação relativa corresponde a um aumento anual de 22,1 mil M€ (o qual compara com um aumento de 21,3 mil M€ ocorrido em 2010). A confirmar-se esta estimativa preliminar, a dívida pública ficará em linha com o estimado pelo FMI e pela CE, embora acima do previsto no Relatório do OE/2012 (101,9%).

Gráfico 6 – Dívida pública bruta consolidada
(em percentagem do PIB acumulado de quatro trimestres)



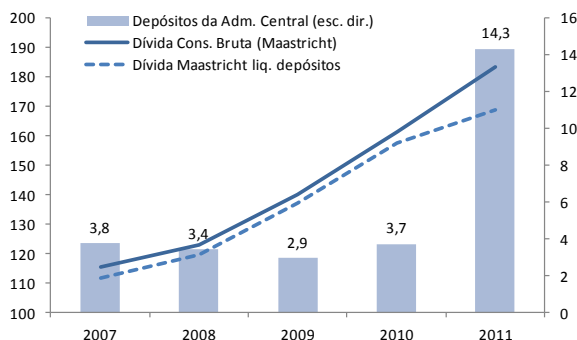
Fonte: Banco de Portugal (Boletim Estatístico fev./2012), Ministério das Finanças (Relatório do OE/2012), FMI (Staff Report on the Second Review Under the Extended Arrangement) e Comissão Europeia (The Economic Adjustment Programme for Portugal – Second review – Autumn 2011). | Nota: A definição utilizada para a dívida pública é a estabelecida no âmbito do procedimento dos défices excessivos (também designada por dívida de Maastricht), i.e. é expressa em termos consolidados, brutos e ao valor nominal.

18 A dívida pública calculada de acordo com o critério de desempenho do PAF (Quantitative Performance Criteria) ficou consideravelmente abaixo do limite. Para efeitos do PAF foi definido um conceito de dívida pública que difere da dívida bruta consolidada (de Maastricht) devido à exclusão dos seguintes elementos: i) os montantes utilizados na recapitalização do sector bancário; ii) os depósitos do IGCP; iii) a margem paga em antecipação pelas emissões do FEEF (para emissões posteriores a Setembro de 2011); e iv) as revisões ao stock da dívida de 2010. Deste modo, a dívida pública para efeitos do critério de desempenho do PAF fixou-se em 167,8 mil M€, um resultado que se situou 8,1 mil M€ abaixo do limite estabelecido (175,9 mil M€).

19 A constituição de ativos sob a forma de depósitos contribuiu substancialmente para o aumento da dívida pública. O aumento da dívida ocorrido em 2011 foi substancialmente superior às necessidades líquidas de financiamento, dando origem a um ajustamento considerável entre o défice orçamental e a variação da dívida pública. Para aquele aumento contribuiu a criação de uma "almofada de liquidez", constituída a partir dos empréstimos do FMI e da UE. Com efeito, os depósitos da administração central junto do Banco de Portugal e de outras instituições financeiras monetárias atingiram um valor substancialmente mais elevado que o habitual: foram de 14,3 mil M€ no final de 2011, quando no período homólogo de 2010 foram de apenas 3,7 mil M€. Excluindo-se os depósitos da administração central, estima-se que a dívida pública venha a ser de 169 mil M€ (98,8% do PIB) no final de 2011, aumentando 11,5 mil M€ (7,5 p.p. do PIB) face a 2010. De salientar que os depósitos da administração central deram origem a uma receita de juros não negligenciável, tendo contribuído para a execução favorável desta rubrica no exercício de 2011 (na ótica da contabilidade pública).²

² De acordo com a última alteração à Lei de Enquadramento Orçamental, a receita de juros passou a ser abatida à despesa com juros, na ótica da contabilidade pública. Este procedimento contabilístico não permite uma análise adequada dos juros, tal como já referido em anteriores documentos da UTAO (ver Parecer Técnico n.º 1/2011 e Informação Técnica n.º 3/2012).

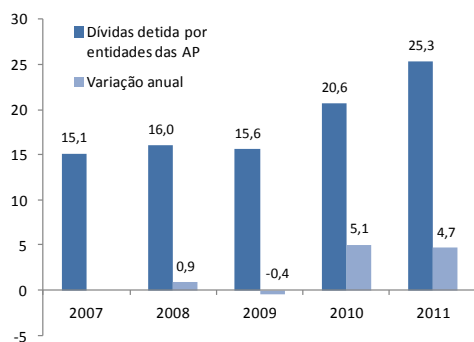
Gráfico 7 – Liquidez da administração central
(em milhares de milhões de euros)



Fonte: Banco de Portugal (Endividamento do setor não financeiro - Boletim Estatístico fev./2012) | Nota: A definição utilizada para a dívida pública é a estabelecida no âmbito do procedimento dos défices excessivos (também designada por dívida de Maastricht), i.e. é expressa em termos consolidados, brutos e ao valor nominal. Os valores referem-se ao 4.º trimestre de cada ano.

20 O aumento da carteira de títulos por parte de entidades das administrações públicas contribuiu para a redução da dívida pública de Maastricht. A dívida pública (de Maastricht) é expressa em termos consolidados, i.e. líquida de dívidas entre entidades das administrações públicas. Assim sendo, a variação da carteira de entidades públicas em títulos de dívida pública portuguesa não é indiferente para a evolução da dívida segundo aquele conceito. De acordo com os valores preliminares do Banco de Portugal, a dívida pública portuguesa detida pelas entidades públicas nacionais terá atingido 25,3 mil M€ no final de 2011, aumentando 4,7 mil M€ em 2011. Um aumento de montante semelhante já tinha sido observado em 2010, fazendo com que, em apenas dois anos, a dívida pública na carteira de entidades públicas tenha aumentado cerca de 9,8 mil M€, contribuindo assim para a redução da dívida pública na ótica de Maastricht. Em termos não consolidados (e incluindo também a dívida não financeira, no montante de 4 mil M€), a dívida total das administrações públicas terá atingido 212,7 mil M€ (124,4% do PIB) no final de 2011.

Gráfico 8 – Elementos de consolidação da dívida pública
(em milhares de milhões de euros)

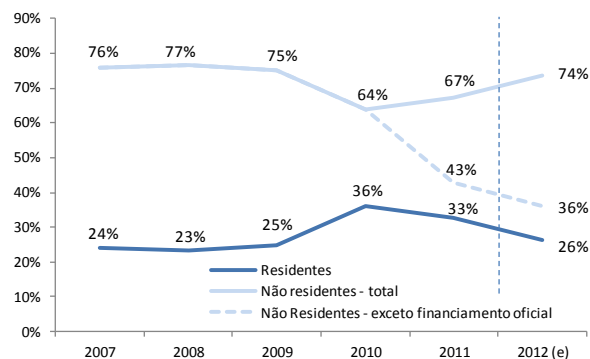


Fonte: Banco de Portugal (Endividamento do setor não financeiro - Boletim Estatístico fev./2012). Nota: A definição utilizada para a dívida pública é a estabelecida no âmbito do procedimento dos défices excessivos (também designada por dívida de Maastricht), i.e. é expressa em termos consolidados, brutos e ao valor nominal.

21 Não considerando o financiamento oficial, o peso dos investidores não residentes no total da dívida pública portuguesa diminuiu consideravelmente em 2011. Após se ter observado, em 2010, um aumento considerável de dívida pública (na ótica de Maastricht) na carteira de entidades residentes (o seu peso no total da dívida pública aumentou 11 p.p. de 2009 para 2010), em 2011 verificou-se o oposto. Com efeito, no final de 2011, cerca de 33% da dívida pública era detida por residentes, menos 3 p.p. que no ano anterior. O aumento (simétrico) do peso dos não residentes na dívida pública deveu-se a um efeito de substituição que importa identificar. Excluindo os

montantes que, ao longo do ano 2011, foram concedidos por vias oficiais (empréstimos do PAF e títulos de dívida pública adquiridos em mercado secundário pelo BCE), os investidores não residentes passaram a deter apenas 43% do total da dívida pública portuguesa. À medida que os empréstimos do PAF vão substituindo a dívida pública que atinge a maturidade, estima-se que, em finais de 2012, a proporção detida por residentes baixe para 26% e a detida por não residentes (não oficiais) para 36%.

Gráfico 9 – Residência dos detentores da dívida pública
(em percentagem do total)



Fonte: Banco de Portugal (Endividamento do setor não financeiro - Boletim Estatístico fev./2012) e FMI (Staff Report on the Second Review Under the Extended Arrangement) | Nota: A definição utilizada para a dívida pública é a estabelecida no âmbito do procedimento dos défices excessivos (também designada por dívida de Maastricht), i.e. é expressa em termos consolidados, brutos e ao valor nominal. Para o "financiamento oficial" foi considerado o stock dos empréstimos do PAF e uma estimativa (conservadora) para a dívida pública na carteira do BCE, adquirida no âmbito do Securities Markets Program (SMP), com base em análises de mercado efetuadas por instituições financeiras.

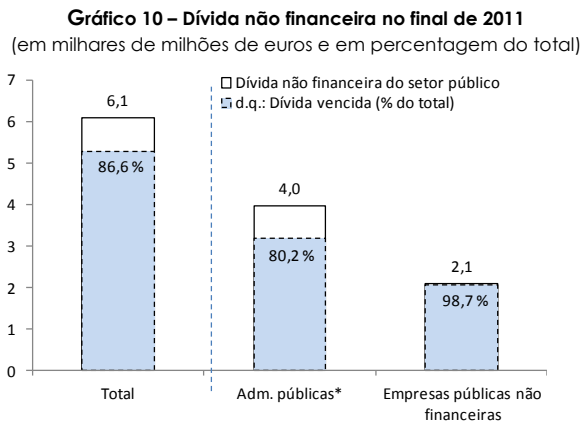
22 Os investidores não residentes (não oficiais) reduziram a exposição à dívida soberana tanto em títulos de longo como em títulos de curto prazo. Os investidores não residentes aproveitaram a renovação programada dos BT para reduzir a exposição à dívida pública portuguesa também neste instrumento. Com efeito, a carteira destes investidores em títulos de dívida de curto prazo reduziu-se de 10,8 para 1,5 mil M€ em 2011, diminuição que excedeu em grande medida a previsão do FMI (-4,0 mil M€). Considerando a totalidade dos títulos de dívida, constata-se que os não residentes reduziram a sua carteira em cerca de 15,5 mil M€, quando o FMI previa uma diminuição de 8,5 mil M€. A erosão da carteira dos investidores não residentes (não oficiais) foi intensificada à medida que o BCE adquiriu títulos de dívida pública portuguesa no mercado secundário. Em compensação, ao contrário do que se encontrava previsto (a previsão era de uma redução de 6,6 mil M€), foram os investidores residentes que financiaram as administrações públicas (+1,9 mil M€). O investimento teve origem, maioritariamente, no setor financeiro, uma vez que os particulares também reduziram a sua exposição à dívida soberana.

Tabela 6 – Detentores da dívida pública portuguesa, por instrumento (em milhares de milhões de euros)

	2007	2008	2009	2010	2011	Var. 2011/10	
						Observ.	Prev. FMI
Dívida de Maastricht	115,6	123,1	139,9	161,3	183,3	22,1	22,9
Residentes	28,0	28,7	34,8	58,2	59,9	1,7	-6,6
Não residentes	87,6	94,4	105,2	103,1	123,4	20,3	29,6
Empréstimos	9,6	7,6	8,4	8,3	44,2	35,9	38,1
Títulos de Dívida	77,8	86,5	96,5	94,6	79,1	-15,5	-8,5
curto prazo	8,8	13,9	16,9	10,8	1,5	-9,3	-4,0
longo prazo	69,0	72,7	79,6	83,8	77,7	-6,1	-4,5

Fonte: Banco de Portugal (Endividamento do setor não financeiro - Boletim Estatístico de fevereiro de 2012) e FMI (Staff Report on the Second Review Under the Extended Arrangement) | Nota: A definição utilizada para a dívida pública é a estabelecida no âmbito do procedimento dos défices excessivos (também designada por dívida de Maastricht), i.e. é expressa em termos consolidados, brutos e ao valor nominal.

23 A maior parte da dívida pública não financeira encontra-se vencida. Os novos dados do Banco de Portugal permitem ainda identificar os montantes relativos à dívida não financeira (ou dívida comercial) das administrações públicas e das empresas públicas. Consta-se que a dívida do sector público não financeiro (incluindo empresas públicas não financeiras que não se encontram no perímetro de consolidação em contas nacionais) ascendeu a 6,1 mil M€ no final de 2011. Desta dívida, cerca de 86,6% encontra-se vencida, isto é, com mais de 90 dias de atraso (de acordo com informação da DGO). De salientar que apesar da dívida não financeira não se encontrar abrangida pelo conceito de dívida pública utilizado pelo Eurostat (dívida de *Maastricht*), a sua monitorização passou a ser efetuada regularmente no âmbito dos critérios de desempenho do PAF.



Fontes: Banco de Portugal (Endividamento do setor não financeiro - Boletim Estatístico fev./2012) e DGO (Síntese da Execução Orçamental - fev./2012).
Notas: * O agregado "Administrações Públicas" inclui as empresas públicas que pertencem ao perímetro de consolidação. Os dados do Banco de Portugal podem diferir dos divulgados pela DGO porque uma parte da dívida a fornecedores foi reclassificada enquanto dívida financeira após a contratação pelo credor original de um *factoring* sem recurso. Na sequência deste tipo de operação, a dívida da entidade pública ao fornecedor é transformada em dívida financeira à sociedade de *factoring*.

24 Em 2011, a dívida (financeira e não financeira) das empresas públicas não financeiras correspondeu a 27% do PIB (tendo aumentado 2 p.p. face a 2010). Ainda de acordo com a nova informação disponibilizada pelo Banco de Portugal, a dívida total das empresas públicas ascendeu a 46,1 mil M€ em 2011, aumentando 2,9 mil M€ face a 2010. Contudo, esse aumento foi inferior ao ocorrido no ano anterior (6,1 mil M€). Aquele montante total de dívida é subdividido entre as empresas que se encontram incluídas no perímetro das administrações públicas (22,8 mil M€) e as que se encontram fora desse perímetro (23,3 mil M€), respetivamente, no final de 2011. Ainda que tenham

atingido valores muito semelhantes no final do ano, o aumento da dívida ocorrido em 2011 foi originado maioritariamente pelas empresas incluídas no perímetro das administrações públicas (2,4 num aumento total de 2,9 mil M€).

Tabela 7 – Dívida das empresas públicas não financeiras
(em milhares de milhões de euros e em percentagem)

	2007	2008	2009	2010	2011	Variação 2011/10		
						M€	tvh	
Dívida Total	29,3	33,3	37,2	43,3	46,1	2,9	6,6	
Incl. na Adm. Central	10,7	12,1	13,8	19,4	21,9	2,4	12,6	
Incl. na Adm. Regional e Local	0,7	0,8	0,9	1,0	1,0	0,0	-1,5	
Não incluídas no perímetro	17,8	20,4	22,5	22,9	23,3	0,4	1,9	
Dívida financeira*	27,1	31,4	34,8	40,9	43,9	3,0	7,3	
Dívida Financeira das principais empresas								
Inc. Perímetro	Designação				21,6	23,5	2,0	9,2
Sim	REFER				6,0	6,5	0,5	8,6
	Metrop. Lisboa				3,8	4,0	0,2	4,2
	Metro do Porto				2,3	2,6	0,3	12,5
	Estradas de Portugal				2,0	2,6	0,6	31,5
	Parque Escolar				0,7	1,1	0,4	61,7
	RTP				0,6	0,4	-0,2	-31,6
	Sub-total				15,5	17,3	1,8	11,8
Não	CP				3,3	3,5	0,2	6,0
	Carris				0,7	0,7	0,0	3,0
	ADP - Águas de Portugal				0,7	0,6	-0,1	-8,8
	ANA				0,5	0,5	0,0	3,8
	STCP				0,3	0,4	0,0	5,4
	Adm. Portuárias				0,2	0,2	0,0	2,3
	Sub-total				5,7	5,9	0,2	3,6
S/N	Hospitais				0,4	0,4	0,0	-10,7
Por memória:								
	Parpública (empresa financeira)				4,9	5,1	0,3	5,6

Fontes: Banco de Portugal (Endividamento do setor não financeiro - Boletim Estatístico fevereiro de 2012) e DGTF (Boletim Informativo sobre o Setor Empresarial do Estado - 4.º trim. 2011). | Notas: Os valores apresentados não se encontram consolidados e estão expressos ao valor nominal. *A dívida financeira não inclui as dívidas a fornecedores. A DGTF acompanha apenas as empresas que pertencem ao Setor Empresarial do Estado, ficando de fora desta análise as empresas detidas por outros setores e as empresas públicas participadas por via indireta (por exemplo, as participações na carteira da *Parpública*). Por ser considerada uma empresa financeira para fins estatísticos a dívida da *Parpública* não se encontra incluída na dívida total das empresas públicas não financeiras, pelo que o valor da sua dívida foi apresentado por memória a título indicativo.

25 A dívida financeira das empresas do setor empresarial do Estado terá aumentado cerca de 9,2% de acordo com informação (provisória) da DGTF relativa ao 4.º trimestre de 2011. Estes dados provisórios parecem desde já indicar que a imposição de limites progressivamente mais restritivos ao endividamento não terá ainda surtido os efeitos pretendidos. No entanto, para uma conclusão definitiva será necessário aguardar pelo relatório anual do setor empresarial do Estado, o qual só é elaborado com base nas demonstrações financeiras apresentadas após o encerramento das contas das empresas.