

### Condições de Mercado

**1 A percepção de risco em torno da dívida soberana de diversos países europeus diminuiu novamente no mês de março.** A concretização do acordo para a reestruturação da dívida grega e a segunda injeção de liquidez a longo prazo por parte do BCE, ocorrida no final de fevereiro, terão contribuído para a redução das taxas de juro da dívida soberana europeia no mercado secundário. Com efeito, no mês de março registou-se uma nova redução do diferencial das *yields* dos títulos de dívida pública a dez anos de diversos países europeus face às congéneres alemãs. Depois da Grécia, Portugal foi o país que mais beneficiou dessa redução mensal. Por fim, assinala-se a redução do *spread* dos títulos de dívida pública de Itália, Portugal e Irlanda entre 1,5 e 1,9 p.p., desde o início do ano.

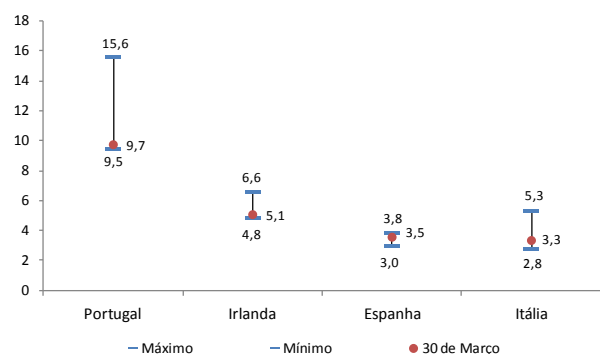
**Tabela 1 – Spread de títulos emitidos a 10 anos face à Alemanha**  
(em pontos percentuais)

	31 dez 2009	31 dez 2010	30 dez 2011	31 jan 2012	29 fev 2012	30 mar 2012	Var. mensal março	Var. desde o início do ano
Grécia	2,4	9,5	29,8	32,5	33,0	19,3	-13,7	-10,6
<b>Portugal</b>	<b>0,7</b>	<b>3,6</b>	<b>11,5</b>	<b>14,6</b>	<b>11,9</b>	<b>9,7</b>	<b>-2,2</b>	<b>-1,8</b>
Irlanda	1,5	6,0	6,6	5,5	5,2	5,1	-0,1	-1,5
Espanha	0,6	2,5	3,2	3,2	3,2	3,6	0,4	0,3
Itália	0,8	1,9	5,3	4,2	3,4	3,3	0,0	-1,9
França	0,2	0,4	1,3	1,3	1,1	1,1	0,0	-0,2

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 Após um aumento significativo no mês de janeiro, os spreads iniciaram um movimento descendente nos dois meses seguintes.** A amplitude da variação dos *spreads* foi mais significativa no caso das OT portuguesas. Com efeito, o diferencial máximo face às congéneres alemãs foi de 15,6 p.p., no dia 30 de janeiro, tendo atingido o mínimo do ano no dia 28 de março (9,5 p.p.). Ainda que variando dentro de um intervalo mais estreito, os *spreads* dos títulos da dívida pública espanhola aumentaram 0,3 p.p. face ao verificado no início do ano, tendo o maior incremento ocorrido no mês de março. Para esse acréscimo terá contribuído o receio de que o desvio face aos objetivos para os défices de 2011 e 2012, anunciado recentemente pelas autoridades espanholas, seja ilustrativo das dificuldades a que o esforço de consolidação orçamental estará sujeito nos próximos anos.

**Gráfico 1 – Intervalo de variação dos Spread dos títulos a 10 anos face à Alemanha** (em pontos percentuais, desde o início de 2012)



Fonte: Bloomberg (online).

**3 No final do mês de março foram divulgadas estimativas mais pessimistas quanto às perspetivas de crescimento económico na Europa e nos países emergentes.** Na publicação divulgada no dia 27 de março, a OCDE apresentou previsões para a evolução da economia europeia, antecipando um crescimento residual para o PIB da área do euro de apenas 0,2% em 2012. Segundo esta organização internacional, a crise da dívida soberana não estará terminada, evidenciando ainda riscos consideráveis. É disso exemplo o risco de que o processo simultâneo de consolidação orçamental e de desalavancagem coarte o crescimento económico europeu antes de se fazerem sentir os efeitos positivos gerados pela consolidação das finanças públicas e pela implementação de reformas estruturais. Este cenário adverso poderá conduzir a dívida pública a uma dinâmica insustentável, com reflexos globais, razão pela qual, defende a OCDE, são necessárias medidas de curto prazo, a par do aprofundamento de reformas estruturais. A OCDE advoga que, adicionalmente, deverá ser mantida a consolidação orçamental nos países sujeitos a assistência financeira, conforme se encontra acordado, e que os países sob forte pressão dos mercados financeiros deverão manter, ou acentuar se necessário, os esforços de consolidação orçamental. Já no plano institucional, a OCDE defendeu a ampliação dos mecanismos de assistência financeira.

**4 As recentes projeções de organismos de referência também apontam para uma contração mais pronunciada da atividade económica em Portugal.** Em linha com as projeções da Comissão Europeia e do FMI, o boletim económico da primavera do Banco de Portugal, divulgado no final do mês de março, traça uma contração real do PIB de 3,4% em 2012 (a projeção anterior era de -3,1%). Não obstante a proximidade existente entre as projeções oficiais do Governo e de organismos nacionais e internacionais de referência, nos últimos dias de março surgiram previsões mais negativas por parte de agências de notação financeira e de analistas de mercado ligados a instituições bancárias internacionais. Estas últimas apontam, nalguns casos, para quedas no produto em 2012 superiores às indicadas e para uma nova contração em 2013, embora mais moderada. Estas projeções mais pessimistas parecem materializar os riscos descendentes que estão subjacentes ao cenário central das projeções oficiais (associados à incerteza quanto à resolução da crise da dívida soberana, à desaceleração mais acentuada da procura externa e ao impacto negativo de curto prazo de medidas adicionais de consolidação orçamental).

**5 As entidades internacionais de referência preveem a manutenção de uma trajetória sustentável para a dívida pública portuguesa, ainda que sob uma perspetiva mais negativa para a atividade económica no curto prazo.** O cenário central de evolução da dívida pública definido pelo BCE, pelo FMI e pela Comissão Europeia antecipa um máximo de 115% do PIB em 2013 e uma redução sustentada a partir de 2014, para um rácio inferior a 100% do PIB em 2020 e de cerca de 80% em 2030. Assinala-se, porém, que num cenário de recessão mais profunda – uma queda acumulada da atividade económica de 7% a 8% entre 2012 e 2013, em vez de 3% – a dívida atingiria o seu ponto máximo acima de 120% do PIB (126% em 2015, no caso do FMI, e 124% em 2013, no caso do BCE), embora

mantendo uma tendência de descida na segunda metade da década. O BCE apresentou também o impacto potencial das reformas estruturais (materializando-se numa redução de 15% nas margens de salários e preços, a qual originaria um aumento acumulado do PIB de cerca de 8% ao longo de sete anos), concluindo que a redução do rácio da dívida pública seria substancial a partir de 2015, caindo para um valor inferior a 80% do PIB até 2020 (alguns dos resultados dos exercícios de sustentabilidade da dívida pública são apresentados com mais detalhe no último capítulo da presente nota).

#### 6 Um novo acordo sobre os mecanismos europeus de assistência financeira foi anunciado no dia 30 de março.

Com o objetivo de contribuir para a criação de um efeito dissuasor que evite o alastramento de condições de financiamento adversas a outros países europeus, a reunião informal do Eurogrupo do dia 30 de março entre os Ministros das Finanças da área do euro alterou algumas das atuais regras de atuação do Fundo Europeu de Estabilidade Financeira (FEEF) e do futuro Mecanismo Europeu de Estabilidade (MEE). Em geral, a principal alteração prendeu-se com o funcionamento simultâneo dos dois mecanismos a partir de Julho de 2012, e até à extinção do FEEF. Aos 500 mil M€ do MEE, mais os cerca de 200 mil M€ já atribuídos a Portugal, Grécia e Irlanda, foram ainda acrescentados os cerca de 102 mil M€ relativos aos empréstimos bilaterais à Grécia ou garantidos pelo orçamento da União Europeia. Esta junção permitiu ao Eurogrupo anunciar uma "barreira de proteção" total, ainda que transitória, de 800 mil M€. Adicionalmente, os 240 mil M€ ainda não utilizados do FEEF poderão ser afetados, se necessário, a novos programas de assistência, embora apenas até 1 de julho de 2013. Este acordo mereceu uma apreciação favorável por parte da diretora-executiva do FMI. Não obstante esta avaliação positiva, surgiram apreciações menos otimistas por parte de alguns analistas dos mercados financeiros.

#### Movimento da Dívida Pública

**7 No final de fevereiro de 2012, o stock da dívida direta do Estado manteve-se praticamente inalterado face ao registado no final do mês anterior.** O referido stock ascendeu a 180 711 M€, tendo diminuído cerca de 45 M€ (0,02%) face ao verificado no final de janeiro. Esta ligeira variação deveu-se ao facto de o acréscimo de dívida titulada, em cerca de 1,1 mil M€ (com as emissões de Bilhetes do Tesouro [BT] a superar as amortizações em cerca de 1,8 mil M€) ter sido compensado pelos seguintes fatores: i) emissão líquida negativa de "outros instrumentos de dívida não titulada" (-682 M€); ii) flutuações cambiais dos empréstimos ao abrigo do FEEF (-227 M€) e; iii) diminuição do stock de certificados de aforro (-213 M€).

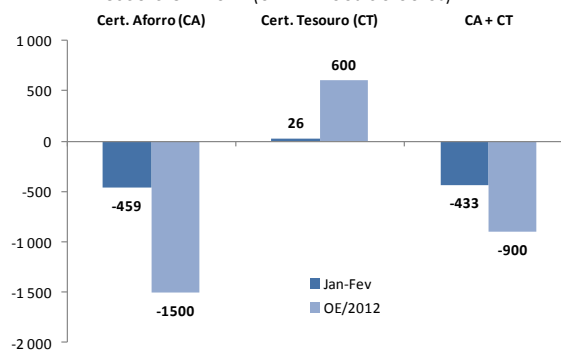
**Tabela 2 – Dívida direta do Estado**  
(stock em final de período, em milhões de euros)

	Fev-11	Jan-12	Fev-12	Tvh (%)
Titulada	137 328	125 631	126 697	-7,7
Curto prazo	22 270	17 796	19 322	-13,2
Médio e longo prazo	115 058	107 835	107 375	-6,7
Não titulada	16 534	15 122	14 236	-13,9
Cert. Aforro	15 029	11 138	10 925	-27,3
Cert. do Tesouro	897	1 325	1 334	48,7
Outra	608	2 659	1 977	225,2
Assist. Financeira	0	40 003	39 776	:
<b>Total</b>	<b>153 862</b>	<b>180 756</b>	<b>180 711</b>	<b>17,5</b>
Por memória:				
Transaccionável	132 324	121 273	122 355	-7,5
Não Transaccionável	21 538	59 483	58 355	
Euro	151 766	165 304	165 573	9,1
Não euro	2 096	15 452	15 138	

Fonte: IGCP e cálculos da UTAO. | Nota: os stocks, incluindo os empréstimos recebidos ao abrigo do programa de assistência económica e financeira, encontram-se valorizadas em termos nominais, exceto os títulos emitidos a desconto, que se encontram ao valor descontado; em fevereiro, a dívida titulada de curto prazo inclui uma emissão de BT a favor do Fundo de Regularização da Dívida Pública, no montante de aproximadamente 500 M€.

**8 Decorridos apenas dois meses, o total de resgates líquidos de certificados de aforro e do tesouro já representa cerca de metade do previsto no OE/2012 para o conjunto do ano.** Com efeito, o montante de resgates líquidos de certificados de aforro verificado nos primeiros dois meses de 2012 (459 M€) representa quase 1/3 do valor previsto no OE/2012. Estes resgates líquidos continuam a não ser compensados pelas subscrições líquidas de certificados de tesouro (26 M€ até fevereiro, que contrastam com a previsão de 600 M€ para o corrente ano). Deste modo, considerando ambos os instrumentos, constata-se que o montante de resgates líquidos já ascende a 433 M€, o que corresponde a 48% do previsto no OE/2012. Esta circunstância parece continuar a revelar alguma falta de prudência na elaboração daquela previsão<sup>1</sup>, uma vez que já no exercício de 2011 o montante de resgates líquidos daqueles certificados excedeu largamente a previsão inicial (um desvio de quase 4 mil M€).

**Gráfico 2 – Subscrições líquidas de certificados de aforro e do tesouro em 2012** (em milhões de euros)



Fonte: IGCP e cálculos da UTAO.

**9 Dez meses após o início do Programa de Ajustamento Económico e Financeiro (PAEF), os desembolsos já representam quase metade do total previsto até 2014.** No mês de fevereiro (e de março) não ocorreu qualquer desembolso ao abrigo do PAEF, tendo a variação homóloga do stock da dívida direta do Estado (17,5%) registado uma desaceleração de 1,8 p.p. face à registada no mês anterior. Refira-se que, desde o início daquele Programa, os desembolsos totalizam 38,5 mil M€, ao valor de encaixe (dos quais 4,2 mil M€ no corrente ano), equivalente a quase a metade do total previsto (78 mil M€). De acordo com dados do IGCP, até ao final de janeiro de 2013 é expectável o desembolso de mais 25 mil M€, dos quais 14,6 mil M€ já em abril/maio.

**Tabela 3 – Desembolsos no âmbito do PAEF até jan/2013**  
(ao valor de encaixe e em milhares de milhões de euros)

	Desembolsado	A desembolsar				
		2011	2012			2013
			Até 31-Mar	Abr-Mai	Julho	Outubro
<b>TOTAL</b>	<b>34,2</b>	<b>4,2</b>	<b>14,6</b>	<b>3,9</b>	<b>4,1</b>	<b>2,4</b>
FMI	13,1	0,0	4,9	1,3	1,4	0,8
U.E.	21,1	4,2	9,7	2,6	2,7	1,6
MEEF	14,1	1,5	4,5	2,6	2,7	1,6
FEEF	7,0	2,7	5,2			

Fontes: IGCP e cálculos da UTAO. | Nota: 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.

<sup>1</sup> Admitindo que aquela previsão não tenha incorporado qualquer alteração das atuais condições de subscrição.

<sup>2</sup> Segundo o IGCP, o total de desembolsos tem implícita uma maturidade média de 8,4 anos e uma taxa média ponderada de 3,8%.

**10 A colocação de BT excedeu largamente o previsto para o primeiro trimestre de 2012, devido à realização de leilões adicionais com prazos mais longos.** Nesse período, as emissões brutas de BT totalizaram 12,3 mil M€, ao valor nominal<sup>3</sup> (dos quais 2,3 mil M€ em fase não competitiva, no âmbito da qual se tem vindo a registar uma maior participação).

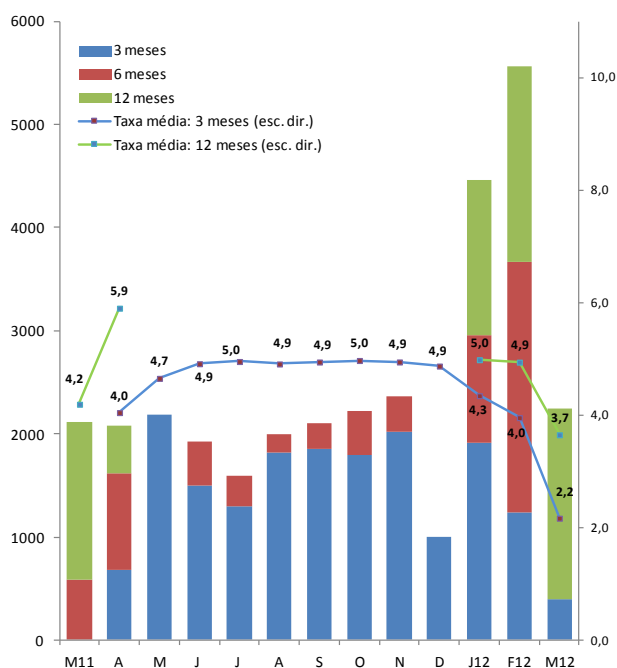
**Tabela 4 – BT colocados no 1.º trimestre de 2012**  
(em milhões de euros)

Data do leilão	Montante		Dif.
	Máx. previsto	Efetivo	
04-Jan	1 000	1 222	222
18-Jan	1 750	3 237	1 487
01-Fev	1 000	1 749	749
15-Fev	1 750	3 821	2 071
21-Mar	1 000	2 246	1 246
<b>Total</b>	<b>6 500</b>	<b>12 275</b>	<b>5 775</b>

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

Saliente-se que nesse período foram testados prazos mais longos, através de leilões que não se encontravam previstos no programa de financiamento da República Portuguesa para o 1.º trimestre de 2012, nomeadamente duas linhas adicionais a 12 meses (uma das quais em substituição de uma linha a 6 meses) e uma a 6 e 11 meses. Pelo facto de terem sido realizados mais leilões, nesse período foi colocado quase o dobro do montante máximo inicialmente previsto.

**Gráfico 3 – 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; em janeiro de 2012, a barra verde corresponde a uma emissão com maturidade de 11 meses e em março de 2012 a barra azul corresponde a uma emissão com maturidade de 4 meses.

**11 Os custos de financiamento associados às emissões de BT diminuíram significativamente no mês de março.** Com efeito, realizaram-se dois leilões de BT, a 4 e 12 meses, tendo sido colocado um montante total de 2246 M€, ao valor nominal. Em ambos os casos, a taxa média ponderada foi bastante inferior face à verificada na última

<sup>3</sup> Correspondente a 11,9 mil M€, ao valor de encaixe. Esse montante representa quase 1/3 do total para 2012, previsto pelo IGCP. Refira-se que aquele organismo estima uma concentração das emissões no 1.º e no 3.º trimestre de 2012.

emissão análoga: -1,7 p.p. no caso da emissão a 4 meses e -1,3 p.p. na de 12 meses. A taxa da linha de BT a 4 meses baixou para quase metade da verificada no mês anterior, tendo sido a mais reduzida desde o final de 2009. Relativamente à linha a 12 meses, a taxa foi inferior a 4%, o que sucedeu pela primeira vez desde fevereiro do ano transato, tendo sido a mais baixa desde novembro de 2010. Apesar da maturidade das referidas emissões estar ainda abrangida pelo período de vigência do PAEF, a descida acentuada dos custos de financiamento constitui um sinal positivo sobre a perceção de risco dos investidores.<sup>4</sup>

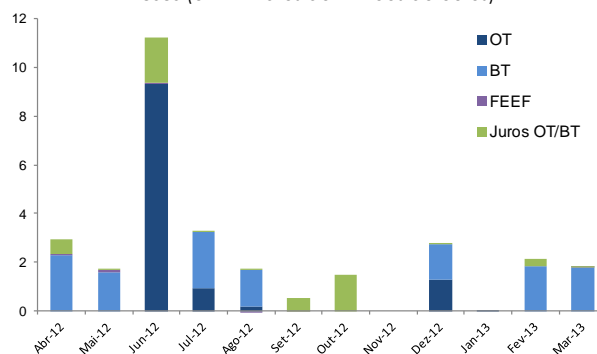
**Tabela 5 – Emissões brutas de dívida pública em março/2012**

Maturidade	Jul-12	Mar-13
Data da Transacção	21-Mar	21-Mar
Prazo	4 meses	12 meses
Montante Colocado (M€)	400	1 845
Montante de Procura (M€)	2 560	4 006
<b>Taxa média (%)</b>	<b>2,168</b>	<b>3,652</b>
Por memória: emissão anterior com maturidade equivalente (%)	Fev-12 3,845	Fev-12 4,943

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

**12 Nos próximos doze meses, o montante das necessidades de financiamento decorrentes da amortização de dívida (viva) atingirá os 25,6 mil M€, equivalente a 21% do stock de dívida transacionável.** Desse montante, cerca de 12,7 mil M€ estão relacionados com a amortização de BT e cerca de 11,8 mil M€ relativos à amortização de OT (dos quais 9,3 mil M€ se vencem no mês de junho). Àqueles valores acrescerá ainda o pagamento de 5 mil M€ em juros de OT e BT vivos (cerca de 4,6 e 0,4 mil M€, respetivamente).

**Gráfico 4 – Amortização e pagamento de juros nos próximos 12 meses** (em milhares de milhões de euros)



Fonte: IGCP e cálculos da UTAO. | Nota: consideram-se apenas as amortizações relativas ao stock da dívida viva (e após swaps), não se efetuando qualquer estimativa para os montantes e as datas de amortização das futuras emissões.

**13 O pagamento de "Juros e outros encargos" até fevereiro corresponde ainda a apenas 5,2% da dotação orçamental inscrita no OE/2012.** De acordo com a última síntese da execução orçamental (na ótica da contabilidade pública), publicada pela DGO, o pagamento de "Juros e outros encargos" por parte do Estado totalizou cerca de 290 M€ no mês de fevereiro, tendo-se verificado uma aceleração face ao mês anterior (sobretudo devido ao pagamento do cupão anual de

<sup>4</sup> De notar que, de acordo com dados do Banco de Portugal, no final de janeiro de 2012 a dívida pública titulada de curto prazo (na ótica de Maastricht) na posse de investidores não residentes era de apenas 964 M€ (de um stock total de cerca de 14 mil M€). Este montante compara com cerca de 10,8 mil M€ em dezembro de 2010 (de um total de 22,5 mil M€). Importa acompanhar esta evolução nos próximos meses para verificar se, entretanto, os investidores não residentes voltaram a financiar o Estado português nestas maturidades.

225 M€, relativo à linha de Obrigações do Tesouro lançada em fevereiro de 2011). Em termos acumulados, os pagamentos ascenderam a 414 M€, o equivalente a 5,2% da dotação inscrita no OE/2012 (5,6% da dotação proposta no âmbito da 1.ª alteração ao OE/2012, que foi revista em baixa em 684 M€). Considerando o perfil intranual dos juros, é expectável uma maior concentração de pagamentos no 2.º trimestre de 2012. De notar que a diferença entre os juros pagos (ótica de caixa) e os juros incorridos (ótica de compromissos) é normalmente significativa no 1.º trimestre.

**14 A amortização de dívida de médio e longo prazo deverá atingir 127,4 mil M€ nos próximos dez anos,** considerando apenas o stock da dívida existente. Mais de metade daquele montante deverá ser amortizada nos próximos 5 anos (dos quais 9,8 mil M€ em 2013, ano em que se encontra prevista a retoma de emissões de dívida pública de médio e longo prazo em mercado). As amortizações mais significativas deverão ocorrer em 2016 e em 2021, influenciadas pelas amortizações dos empréstimos no âmbito do PAEF (cerca de 9,5 e 13 mil M€, respetivamente).

**Gráfico 5 – Amortização da dívida de médio e longo prazo**  
(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.

#### Perspectivas de médio e longo prazo

**15 O cenário central das atuais projeções do FMI/CE aponta para uma trajetória descendente do rácio da dívida pública no PIB a partir de 2013.** Segundo o cenário central destas projeções, o qual prevê uma normalização das condições de financiamento externo, a dívida pública deverá atingir cerca de 102,7% em 2020 e 77,3% do PIB em 2030. Face à anterior avaliação regular verifica-se uma revisão em baixa da projeção para a dívida pública de 3,9 e de 2,8 p.p. do PIB em 2012 e 2013, respetivamente (o equivalente a 7,4 e 6,1 mil M€). Os dois organismos internacionais justificam esta revisão em baixa com os efeitos de consolidação decorrentes da estratégia de substituição de empréstimos bancários a entidades públicas por financiamento do Tesouro, cujos fundos deverão ter origem na receita das transferências dos fundos de pensões ocorrida em 2011. De salientar que a projeção do Ministério das Finanças para 2012, apresentada a 30 de março no âmbito da primeira notificação do procedimento dos défices excessivos, encontra-se em linha com a projeção mais recente daqueles dois organismos internacionais.

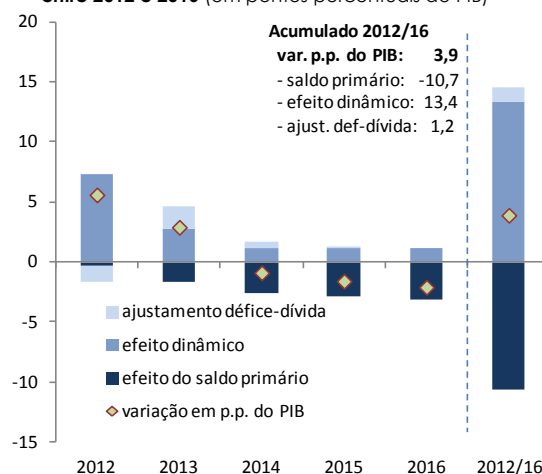
**Tabela 6 – Projeções para a dívida pública**  
(stock em final de período, em percentagem do PIB)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2020	2025	2030
FMI/CE (2.ª av.)	107,2	116,3	118,1	116,0	113,7	111,7	102,7	89,6	74,3
FMI/CE (3.ª av.)	106,8	112,4	115,3	114,4	112,8	110,7	102,7	88,9	77,1
PDE (Mar/2012)	107,8	112,5	-	-	-	-	-	-	-

Fonte: FMI e Comissão Europeia (Relatório da 3.ª avaliação regular do PAEF, março/2012) e cálculos da UTAO | Nota: a dívida encontra-se expressa na ótica de Maastricht e as projeções correspondem ao cenário central.

**16 A obtenção de excedentes primários duradouros, a normalização das condições de acesso ao financiamento e um crescimento económico mais robusto, serão fundamentais para contrariar a dinâmica intrínseca de crescimento da dívida pública portuguesa.** O FMI e a CE também apresentaram projeções para a dinâmica da dívida pública num horizonte de médio prazo. De acordo com estas projeções, o efeito dinâmico a ocorrer entre 2012 e 2016 (vulgo efeito "bola-de-neve"), deverá ser parcialmente anulado pelos excedentes primários acumulados previstos para o horizonte de projeção e cujo efeito se fará sentir maioritariamente a partir de 2013. O FMI e a CE (e também o BCE, ver ponto 5 da presente nota) apresentam cenários alternativos para a evolução das taxas de juro, para o crescimento do produto e para a integração de passivos contingentes na administração pública, concluindo que a trajetória da dívida pública poderá manter-se sustentável e robusta perante algumas destas adversidades. Com efeito, o FMI apresentou o impacto potencial de dois choques adversos: um ao nível das taxas de juro de longo prazo (+2 p.p. que os 5% do cenário central) e outro ao nível da incorporação dos passivos contingentes das administrações públicas (+15% do PIB). Na primeira situação, a dívida pública estabilizaria a um nível superior a 100% do PIB em 2030 e, na segunda situação, atingiria 130% do PIB em 2013 e diminuiria gradualmente até atingir 90% do PIB no final do horizonte de projeção (2030). Ainda assim, o FMI adverte que, num cenário mais extremo, essa trajetória poderá tornar-se insustentável.

**Gráfico 6 – Projeções para a dinâmica da dívida pública entre 2012 e 2016** (em pontos percentuais do PIB)

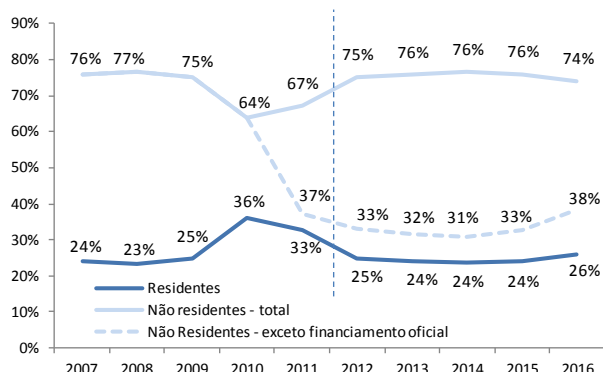


Fonte: FMI e Comissão Europeia (Relatório da 3.ª avaliação regular do PAEF, março/2012) e cálculos da UTAO | Nota: o efeito dinâmico, vulgo "bola-de-neve" é determinado pela taxa de juro média de financiamento da dívida pública e pela variação nominal do PIB.

**17 A atual proporção entre financiadores residentes e não residentes não deverá sofrer grandes alterações até 2015.** De acordo com as projeções do FMI/CE, a dívida pública detida por residentes manter-se-á em níveis consideravelmente baixos até 2016 (cerca de 25% do total da dívida), anulando-se o aumento pontual do seu peso ocorrido em 2010 e 2011 por efeito das restrições ao

financiamento no mercado externo. Os investidores não residentes (não oficiais) deverão estabilizar a sua exposição à dívida pública portuguesa, aumentando-a progressivamente a partir de 2015, à medida que a dívida for sendo colocada em mercado primário e que o reembolso dos empréstimos do PAEF se for efetuando.

**Gráfico 7 – Dívida pública por setor financiador**  
(em final de período, em percentagem do total)



Fonte: FMI e Comissão Europeia (Relatório da 3.ª avaliação regular do PAEF, março/2012) e cálculos da UTAO.

**18 O FMI apresentou novas projeções para as necessidades e fontes de financiamento das administrações públicas.** Num quadro de normalização das condições de financiamento externo, o FMI pressupõe o regresso dos investidores não residentes às emissões de dívida pública de longo prazo em mercado primário em 2013, com um montante de cerca de 4,9 mil M€ (de um total de 9,7 mil M€). Com efeito, espera-se que os investidores não residentes venham a financiar cerca de 64% de um total previsto de 67 mil M€ para as emissões de títulos de dívida pública de longo prazo entre 2013 e 2016. Por fim, saliente-se a revisão em baixa da projeção do FMI para a participação dos investidores não residentes nas

emissões de dívida de curto prazo em 2012, passando para cerca de metade, i.e. de 7 mil M€, projetados em dezembro de 2011 no âmbito da segunda avaliação regular do PAEF, para 3,2 mil M€, avançados no relatório da última avaliação. Em contrapartida, os investidores residentes deverão ter uma maior participação neste tipo de financiamento.

**Tabela 7 – Necessidades e fontes de financiamento das administrações públicas** (em milhares de milhões de euros)

	2011 2.ª av.	2011	2012 2.ª av.	2012	2013	2014	2015	2016	Total 2012/16
<b>1. Necessidades Brutas (1=2+3+4)</b>	<b>53,2</b>	<b>55,2</b>	<b>42,1</b>	<b>55,1</b>	<b>33,7</b>	<b>36,7</b>	<b>31,8</b>	<b>43,4</b>	<b>200,7</b>
<b>2. Défice Orçamental</b>	<b>10,1</b>	<b>6,9</b>	<b>7,6</b>	<b>7,5</b>	<b>5,1</b>	<b>4,1</b>	<b>3,4</b>	<b>3,4</b>	<b>23,5</b>
d.q. Juros (PDE)	7,3	7,0	8,4	8,0	8,0	8,6	8,8	9,5	42,9
Défice Primário	2,8	-0,1	-0,9	-0,5	-2,9	-4,5	-5,4	-6,0	-19,3
<b>3. Amortizações</b>	<b>29,6</b>	<b>39,8</b>	<b>25,6</b>	<b>37,2</b>	<b>28,5</b>	<b>31,8</b>	<b>28,0</b>	<b>39,9</b>	<b>165,4</b>
Médio e longo prazo	9,5	12,8	12,8	19,3	10,2	14,6	12,3	12,5	68,9
Residentes	3,8	3,9	5,1	11,6	4,5	4,9	4,7	5,0	30,7
Não Residentes	5,7	8,8	7,7	7,7	5,8	9,7	7,6	7,5	38,3
Curto prazo	20,1	27,0	12,9	17,8	18,3	17,2	15,2	15,2	83,7
Residentes	9,1	16,0	5,8	16,4	15,1	13,0	9,5	7,5	61,5
Não Residentes	11,0	11,0	7,0	1,5	3,2	4,2	5,7	7,8	22,4
União Europeia e FMI	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,5	12,2	12,7
<b>4. Outras<sup>1</sup></b>	<b>13,5</b>	<b>16,8</b>	<b>9,0</b>	<b>4,5</b>	<b>6,1</b>	<b>2,8</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>13,4</b>
									0
<b>1. Fontes de Financiamento (1=2+...+5)</b>	<b>53,2</b>	<b>55,2</b>	<b>42,1</b>	<b>55,2</b>	<b>33,7</b>	<b>36,8</b>	<b>31,8</b>	<b>43,4</b>	<b>200,9</b>
<b>2. Institucional</b>	<b>38,1</b>	<b>35,3</b>	<b>25,0</b>	<b>26,9</b>	<b>9,8</b>	<b>7,8</b>	-	-	<b>44,5</b>
União Europeia	25,4	22,2	16,7	19,3	6,5	5,2	-	-	31,0
FMI	12,7	13,1	8,3	7,6	3,3	2,6	-	-	13,5
<b>3. Mercado</b>	<b>14,6</b>	<b>29,0</b>	<b>13,0</b>	<b>18,3</b>	<b>26,9</b>	<b>29,0</b>	<b>31,8</b>	<b>43,4</b>	<b>149,4</b>
Médio e longo prazo	1,7	11,2	0,0	0,0	9,7	13,8	16,6	26,9	67,0
Residentes	0,5	6,7	0,0	0,0	4,8	6,0	6,1	6,9	23,8
Não Residentes	1,2	4,4	0,0	0,0	4,9	7,8	10,5	20,0	43,2
Curto prazo	12,9	17,8	13,0	18,3	17,2	15,2	15,2	16,4	82,3
Residentes	5,8	16,4	6,0	15,1	13,0	9,5	7,5	7,8	52,9
Não Residentes	7,0	1,5	7,0	3,2	4,2	5,7	7,8	8,6	29,5
<b>4. Utilização de Depósitos</b>	<b>0,0</b>	<b>-9,7</b>	<b>0,0</b>	<b>6,0</b>	<b>-4,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>2,0</b>
<b>5. Receitas de Privatizações</b>	<b>0,5</b>	<b>0,6</b>	<b>4,1</b>	<b>4,0</b>	<b>1,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>5,0</b>

Fonte: FMI (Relatório da 3.ª avaliação regular do PAEF, março/2012) e cálculos da UTAO | Notas: algumas das diferenças entre a 2.ª e a 3.ª avaliação regular do PAEF devem-se à inclusão de entidades das administrações públicas que não constavam nestes quadros em avaliações anteriores, a saber: o setor empresarial do Estado e a administração regional e local.