

## DÍVIDA DIRETA DO ESTADO E ENCARGOS

### SALDO DA DÍVIDA DIRETA DO ESTADO

Em 31 de Dezembro de 2011, a dívida direta do Estado, apurada ao valor nominal e convertida à taxa de câmbio de final de período, atingiu EUR 174.891 milhões (ótica de contabilidade pública). Avaliando o saldo após operações de cobertura de risco cambial, o montante de dívida ascendeu a EUR 174.522 milhões.

#### Quadro 16 – Dívida direta do Estado (ótica da contabilidade pública; unidade: EUR milhões)

	Saldo em		Janeiro - Dezembro 2011			Saldo em	
	31-Dez-10	Estrutura	Emissões	Amortizações	Outros	31-Dez-11	Estrutura
<b>1. Dívida denominada em Euros (excluindo ajuda externa)</b>	<b>149 436</b>	<b>98,5%</b>	<b>87 292</b>	<b>99 969</b>	<b>164</b>	<b>136 922</b>	<b>78,3%</b>
Transaccionável	127 015	83,7%	36 634	44 249	164	119 564	68,4%
ECP (valor descontado)	394	0,3%	3 284	3 072	0	605	0,3%
BT (valor descontado)	19 261	12,7%	24 787	31 587	0	12 461	7,1%
Obrigações do Tesouro (OT)	105 946	69,8%	7 321	9 491	163	103 940	59,4%
Outras Obrigações	51	0,0%	0	0	0	51	0,0%
MTN	1 350	0,9%	1 242	99	1	2 493	1,4%
Obrigações de Retalho	13	0,0%	0	0	0	13	0,0%
Não Transaccionável	22 420	14,8%	50 658	55 720	0	17 358	9,9%
Certificados de Aforro	15 471	10,2%	371	4 457	0	11 384	6,5%
Valor de aquisição	9 150	6,0%	76	2 645	0	6 582	3,8%
Juros capitalizados	6 320	4,2%	294	1 812	0	4 803	2,7%
Certificados do Tesouro	685	0,5%	986	363	0	1 308	0,7%
CEDIC	4 887	3,2%	36 844	37 798	0	3 933	2,2%
CEDIM	0	0,0%	141	0	0	141	0,1%
Outros	1 377	0,9%	12 316	13 101	0	592	0,3%
<b>2. Dívida denominada em moedas não Euro (excluindo ajuda externa)</b>	<b>2 340</b>	<b>1,5%</b>	<b>1 643</b>	<b>1 928</b>	<b>52</b>	<b>2 106</b>	<b>1,2%</b>
Transaccionável	2 339	1,5%	1 633	1 918	52	2 106	1,2%
ECP (valor descontado)	404	0,3%	1 633	1 918	-23	96	0,1%
Outras Obrigações	165	0,1%	0	0	5	170	0,1%
MTN	1 771	1,2%	0	0	69	1 840	1,1%
Não Transaccionável	0	0,0%	10	10	0	0	0,0%
<b>3. PAEF</b>	<b>0</b>	<b>0,0%</b>	<b>34 221</b>	<b>0</b>	<b>1 641</b>	<b>35 862</b>	<b>20,5%</b>
FEEF / EFSF	0	0,0%	7 012	0	1 101	8 113	4,6%
MEEF / EFSM	0	0,0%	14 063	0	37	14 100	8,1%
FMI / IMF	0	0,0%	13 147	0	502	13 649	7,8%
<b>4. Dívida total (1.+2.+3.)</b>	<b>151 775</b>	<b>100,0%</b>	<b>123 172</b>	<b>101 897</b>	<b>1 840</b>	<b>174 891</b>	<b>100,0%</b>
<b>5. Efeito cambial de cobertura de derivados (líquido)</b>							
						- 74	
<b>6. Dívida total após cobertura de derivados (4.+5.)</b>							
							- 369
	<b>151 702</b>					<b>174 522</b>	

**Nota:** Os saldos em dívida encontram-se ao valor nominal, exceto os instrumentos emitidos a desconto (que se encontram ao seu valor descontado), e valorizados à taxa de câmbio do final do período. Os valores das emissões e das amortizações estão ao valor de encaixe e de liquidação, respetivamente. A coluna Outros inclui variações cambiais, mais ou menos-valias nas emissões e nas amortizações e a variação do valor da renda perpétua.

O saldo da dívida direta do Estado, antes da cobertura cambial, registou, assim, um incremento de EUR 23.115 milhões. Este acréscimo resultou, essencialmente, da emissão líquida de instrumentos de dívida num montante de EUR 21.259 milhões (diferença entre as emissões e amortizações ao valor de encaixe). Outros fatores, tais como menos-valias líquidas nas emissões e amortizações e variações

cambiais desfavoráveis, também contribuíram para um aumento do *stock* da dívida, em EUR 1.303 milhões e EUR 554 milhões, respetivamente.

O PAEF foi a principal fonte de financiamento, com as emissões a totalizarem EUR 35.360 milhões em valor nominal. As emissões do FEEF e do MEEF foram feitas com um desconto de emissão de que resultaram menos-valias líquidas na emissão de EUR 1.139 milhões. Já o empréstimo do FMI ascendeu a EUR 13.147 milhões, sendo que a depreciação que o euro registou em 2011 face aos SDR (moeda de denominação deste empréstimo) conduziu a um aumento de EUR 502 milhões do montante em dívida avaliado em euros.

No primeiro quadrimestre foram ainda realizadas emissões de obrigações do Tesouro a taxa fixa (OT), tendo sido criada uma nova série de OT (OT 6,4% fev 2016, com emissão sindicada em fevereiro) e procedido à reabertura de outras linhas deste instrumento de dívida. No total, foram colocados EUR 7.483 milhões em valor nominal, em que o montante de menos-valias de emissão ascendeu a EUR 162 milhões.

As amortizações de dívida, ao valor de encaixe e excluindo os instrumentos derivados financeiros, situaram-se em EUR 101.897 milhões, dos quais EUR 61.879 milhões correspondem a dívida emitida no próprio ano (dívida flutuante). Este valor inclui recompras, de dívida que amortizava no próprio ano de EUR 2.884 milhões.

Para além do efeito cambial no *stock* dos empréstimos do FMI acima mencionado, o comportamento do euro em relação a outras moedas levou a que, em 2011, a carteira antes de *swaps* registasse uma evolução desfavorável, com um incremento do saldo avaliado em euros, de EUR 52 milhões.

Por sua vez, a carteira de *swaps* contribuiu para uma redução no montante de EUR 295 milhões do saldo da dívida em euros após cobertura cambial. Com efeito, a dívida total após cobertura de derivados registou um incremento de EUR 22.820 milhões.

Em relação à estrutura da dívida por tipo de taxa de juro, e contrariamente à tendência observada nos últimos anos, registou-se um decréscimo da componente de taxa fixa no total da dívida (excluindo a carteira de derivados), de 88,4 para 84,3 por cento. Após inclusão de instrumentos de cobertura de risco, verificou-se igualmente uma diminuição da importância da parcela de dívida de taxa fixa na dívida total, representando no final do ano 87,4 por cento (face a 89,3 por cento no final de 2010).

Já em termos de decomposição por moeda, numa perspetiva antes de derivados financeiros, a componente não euro sofreu um acréscimo significativo (7,5 pontos percentuais), constituindo cerca de 9,0 por cento do *stock*. Após cobertura cambial, assistiu-se igualmente a um incremento da exposição cambial, ainda que de menor magnitude, com a percentagem de dívida denominada em moeda não euro a passar de um valor próximo de zero no final de 2010, para 6,0 por cento no final de 2011.

No que respeita à estrutura da dívida por instrumento, e numa ótica antes de derivados, o peso do PAEF ascendeu a 20,5 por cento. Os instrumentos de curto prazo viram diminuir a sua importância na composição do financiamento anual, tendo-se assistido a uma redução, em 2011, da proporção da componente de curto prazo no total da carteira de 7,2 pontos percentuais, para 9,8 por cento. De

notar que a variação mais significativa se registou nos BT, com a percentagem relativa deste instrumento a passar de 12,7 em 2010 para 7,1 por cento no ano seguinte.

As OT (médio e longo prazo) registaram igualmente um decréscimo significativo (10,4 pontos percentuais) do seu peso relativo na carteira, passando para 59,4 por cento, enquanto os certificados de aforro acentuaram a redução da sua importância relativa, de 10,2 para apenas 6,5 por cento. Por seu turno, os certificados do Tesouro e os outros instrumentos de dívida de médio e longo prazo, viram a sua representatividade aumentar, ainda que marginalmente, para 0,7 e 3,0 por cento, respetivamente (face a 0,5 e 2,6 por cento no final de 2010).

Em 2011, a dívida constituída por CA apresentou uma quebra de EUR 4.086 milhões, reforçando a tendência de quebra verificada nos últimos quatro anos. A redução resulta de subscrições líquidas negativas (diferença entre as novas subscrições e as amortizações ao valor de reembolso) que ascenderam a EUR 4.381 milhões. Mais uma vez, este comportamento traduziu-se num aumento do prazo médio das unidades subscritas de CA há mais de 5 anos. O aumento do *stock* de CT, em EUR 623 milhões, foi insuficiente para compensar a redução do saldo de CA, pelo que no seu conjunto os instrumentos de dívida de retalho contribuíram negativamente para a evolução do *stock* da dívida em EUR 3.464 milhões.

**Quadro 17 – Evolução do *stock* de Certificados de Aforro**  
(unidade: EUR milhões)

Ano	Variação do <i>stock</i>	Subscrições líquidas	Capitalização de juros
1997	686	24	662
1998	139	( 420)	558
1999	486	37	449
2000	1 177	626	551
2001	1 071	403	668
2002	793	215	578
2003	318	( 182)	500
2004	49	( 411)	460
2005	343	( 130)	473
2006	1 003	446	557
2007	801	128	673
2008	( 852)	(1 534)	682
2009	( 327)	( 784)	457
2010	(1 400)	(1 716)	316
2011	(4 086)	(4 381)	294

## ENCARGOS CORRENTES DA DÍVIDA

Numa ótica de contabilidade pública, o valor dos encargos correntes da dívida direta do Estado com juros pagos em 2011 cifrou-se em EUR 5.773 milhões e com outros encargos ascendeu a EUR 263 milhões, sendo que destes EUR 236 milhões estão associados ao PAEF<sup>7</sup>.

<sup>7</sup> De notar que, em Contas Nacionais, na rubrica de Consumos Intermédios, o valor relativo a Outros Encargos associado aos empréstimos do PAEF foi de apenas EUR 171 milhões, uma vez que houve uma parcela, de EUR 64 milhões, que foi reclassificada como juro e, portanto, periodificada ao longo da vida do empréstimo.

**Quadro 18 – Encargos correntes da dívida direta do Estado**  
(unidade: EUR milhões)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
ÓTICA DA CONTABILIDADE PÚBLICA								
Juros	3 722	3 937	4 366	4 704	4 855	4 973	4 943	5 773
dos quais: PAEF	0	0	0	0	0	0	0	113
Outros encargos (*)	18	30	31	24	30	32	26	263
dos quais: PAEF	0	0	0	0	0	0	0	236
<b>Total encargos</b>	<b>3 740</b>	<b>3 967</b>	<b>4 397</b>	<b>4 728</b>	<b>4 885</b>	<b>5 005</b>	<b>4 970</b>	<b>6 036</b>

ÓTICA DA CONTABILIDADE NACIONAL (\*\*)

<b>Juros (no âmbito do PDE)</b>	<b>3 826</b>	<b>4 054</b>	<b>4 365</b>	<b>4 691</b>	<b>4 867</b>	<b>4 778</b>	<b>4 948</b>	<b>6 405</b>
---------------------------------	--------------	--------------	--------------	--------------	--------------	--------------	--------------	--------------

(\*) Os outros encargos refletem nomeadamente custos associados à colocação de dívida no mercado (emissão, distribuição e amortização e custódia de títulos), comissão de gestão do IGCP e outras despesas relacionadas com a obtenção de notação de risco de crédito para a República.

(\*\*) Ao contrário da ótica das Contas Públicas que adota uma base de caixa, a ótica das Contas Nacionais considera os juros numa base de especialização de exercícios.

Em Contas Nacionais, os juros ascenderam a EUR 6.405 milhões em 2011, tendo-se verificado um acréscimo de EUR 1.457 milhões face ao ano anterior. Para esta evolução contribuíram quer o aumento do *stock* quer o efeito preço.

**Quadro 19 – Variação dos juros**  
(unidade: EUR milhões)

Ano	Stock de dívida médio	Juros (contabilidade nacional)	Taxa de juro implícita	Variação dos juros	Contribuições para a variação dos juros		
					Efeito de stock	Efeito preço	Efeito cruzado
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
2000	64 566	3 635	5.6%				
2001	69 313	3 771	5.4%	136	267	(122)	(9)
2002	75 962	3 875	5.1%	104	362	(235)	(23)
2003	81 426	3 797	4.7%	(79)	279	(333)	(24)
2004	87 058	3 826	4.4%	30	263	(218)	(15)
2005	96 249	4 054	4.2%	228	404	(159)	(17)
2006	105 158	4 365	4.2%	311	375	(59)	(5)
2007	110 681	4 691	4.2%	326	229	92	5
2008	115 633	4 867	4.2%	176	210	(32)	(1)
2009	125 605	4 778	3.8%	(88)	420	(468)	(40)
2010	142 261	4 948	3.5%	170	634	(410)	(54)
2011	163 333	6 405	3.9%	1,457	733	631	93

Notas:

(2) =  $S_t$  - média do *stock* final de t e t-1

(4) =  $i_t = (3)_t / (2)_t$

(5) =  $\Delta(S_t \cdot i_t) = i_{t-1} \cdot \Delta S_t + S_{t-1} \cdot \Delta i_t + \Delta S_t \cdot \Delta i_t$

(6) =  $i_{t-1} \cdot \Delta S_t$

(7) =  $S_{t-1} \cdot \Delta i_t$

(8) =  $\Delta S_t \cdot \Delta i_t$

Em conformidade, assistiu-se a um aumento da taxa de juro implícita (determinada a partir do rácio entre o valor dos juros do ano, em contas nacionais, e o valor do *stock* médio da dívida), que evoluiu de 3,5 para 3,9 por cento no final de 2011. Já em relação ao rácio dos juros no PIB, assistiu-se a um incremento de oito décimas de ponto percentual, de 2,9 para 3,6 por cento em 2011.

Gráfico 18 - Evolução dos juros da dívida direta do Estado  
(Ótica da Contabilidade Nacional)

