

4. DÍVIDA DIRETA DO ESTADO E ENCARGOS

4.1. SALDO DA DÍVIDA DIRETA DO ESTADO

O saldo da dívida direta do Estado em 31 de dezembro de 2012 cifrou-se em EUR 194.466 milhões (ótica de contabilidade pública e avaliado aos câmbios dessa data). Entrando em conta com o efeito das operações de cobertura de risco de câmbio, o saldo da dívida atingiu EUR 194.152 milhões.

Quadro 1 – Dívida direta do Estado
(ótica da Contabilidade Pública; EUR milhões)

	Saldo em		Janeiro - Dezembro 2012			Saldo em	
	31-Dez-11	Estrutura	Emissões	Amortizações	Outros	31-Dez-12	Estrutura
1. Dívida denominada em Euros (excluindo PAEF)	136 848	78,3%	83 359	90 654	260	129 813	66,8%
Transaccionável	119 564	68,4%	37 495	43 679	261	113 641	58,4%
ECP (valor descontado)	605	0,3%	2 956	1 598	0	1 963	1,0%
BT (valor descontado)	12 461	7,1%	30 914	25 597	0	17 777	9,1%
Obrigações do Tesouro (OT)	103 940	59,5%	3 575	14 150	261	93 626	48,1%
Outras Obrigações	51	0,0%	0	0	0	51	0,0%
MTN	2 493	1,4%	50	2 333	0	211	0,1%
Obrigações de Retalho	13	0,0%	0	0	0	13	0,0%
Não Transaccionável	17 284	9,9%	45 864	46 975	0	16 172	8,3%
Certificados de Aforro	11 384	6,5%	407	2 122	0	9 669	5,0%
Valor de aquisição	6 582	3,8%	192	1 244	0	5 530	2,8%
Juros capitalizados	4 803	2,7%	215	878	0	4 140	2,1%
Certificados do Tesouro	1 308	0,7%	214	107	0	1 416	0,7%
CEDIC	3 933	2,2%	40 765	40 293	0	4 405	2,3%
CEDIM	141	0,1%	13	0	0	154	0,1%
Outros	517	0,3%	4 464	4 454	0	527	0,3%
2. Dívida denominada em moedas não Euro (excluindo PAEF)	2 106	1,2%	333	701	- 100	1 639	0,8%
Transaccionável	2 106	1,2%	333	701	- 100	1 639	0,8%
ECP (valor descontado)	96	0,1%	333	367	- 2	61	0,0%
Outras Obrigações	170	0,1%	0	0	4	174	0,1%
MTN	1 840	1,1%	0	334	- 102	1 404	0,7%
Não Transaccionável	0	0,0%	0	0	0	0	0,0%
3. PAEF	35 862	20,5%	30 472	2 998	- 323	63 013	32,4%
FEEF	8 113	4,6%	14 355	2 998	7	19 478	10,0%
MEEF	14 100	8,1%	7 936	0	64	22 100	11,4%
FMI	13 649	7,8%	8 181	0	- 394	21 436	11,0%
4. Dívida total (1.+ 2.+3.)	174 816	100,0%	114 165	94 353	- 162	194 466	100,0%
5. Efeito cambial de cobertura de derivados (líquido)	- 369					- 314	
6. Dívida total após cobertura de derivados (4.+ 5.)	174 447					194 152	

Nota: Os saldos em dívida encontram-se ao valor nominal (exceto os instrumentos emitidos a desconto que se encontram ao valor descontado) valorizados à taxa de câmbio do final do período, ao passo que os valores de emissões e de amortizações estão ao valor de encaixe. A coluna Outros inclui variações cambiais, mais ou menos valias nas emissões e nas amortizações e a variação do valor da renda perpétua e dos consolidados. Seguindo a recomendação do parecer do Tribunal de Contas à Conta Geral do Estado de 2011, a dívida direta do Estado deixou de incluir as promissórias em moeda euro.

Fonte: IGCP

Excluindo a variação do saldo decorrente da cobertura cambial realizada através de instrumentos derivados, a dívida direta do Estado aumentou EUR 19.649 milhões em 2012. Esta variação traduz a emissão líquida de instrumentos de dívida no montante de EUR 19.812 milhões (diferença entre as emissões e amortizações ao valor de encaixe) e outros fatores de menor expressão, como sejam as valias de emissão e amortização, cujo montante (líquido) ascendeu a EUR 324 milhões. Por sua vez, as variações cambiais favoráveis contribuíram para limitar o aumento do *stock* da dívida, em EUR 485 milhões, dos quais EUR 394 milhões relacionadas com FMI.

Em 2012, à semelhança do verificado no ano anterior, a principal fonte de financiamento da República Portuguesa foi obtida ao abrigo do Programa de Assistência Económica e Financeira (PAEF), com o total de emissões (valor nominal) a fixar-se em EUR 30.546 milhões, dos quais EUR 3.015 milhões serviram para refinarçar desembolsos do FEEF inicialmente disponibilizados em dezembro de 2011 e janeiro de 2012 com maturidades curtas (entre três e seis meses). Verificaram-se, ainda, menos-valias de EUR 71 milhões nos empréstimos do FEEF e do MEEF.

Em outubro foi realizada uma oferta de troca da OT 3,35% outubro 2015 pela OT 5,45% setembro 2013, com um valor nominal de EUR 3.757 milhões, tendo resultado da operação uma menos-valia global de EUR 264 milhões. Com esta operação reduziu-se o montante da OT a amortizar em setembro de 2013 em 39 por cento do saldo vivo no final de setembro de 2012.

O valor total de liquidação das amortizações de dívida, antes de *swaps*, foi de EUR 94.353 milhões, sendo que EUR 57.226 milhões correspondem a dívida flutuante (ou seja, dívida emitida no próprio ano).

As recompras antecipadas, excluindo a operação de troca já acima mencionada, totalizaram, ao valor de encaixe, EUR 2.649 milhões e foram apuradas mais-valias líquidas no valor de EUR 11 milhões. Do montante amortizado antecipadamente, EUR 152 milhões correspondem a recompras da OT 5,45% setembro 2013 efetuadas antes da operação de troca e EUR 100 milhões são relativos ao exercício da opção de reembolso antecipado dos títulos *FRN* EUR 23fev2019 e *FRN* EUR 6abr2018, com o valor nominal de EUR 50 milhões cada.

No que se refere à evolução da estrutura da dívida por instrumento (antes de cobertura através derivados financeiros) verificou-se um aumento da importância do PAEF, com um incremento de 11,9 pontos percentuais, para 32,4 por cento no final do ano, ao passo que as OT continuaram a registar uma redução da sua percentagem no total da dívida, evoluindo de 59,5 para 48,1 por cento. Assim, as OT passaram a representar menos de metade da carteira no final do ano, o que sucede pela primeira vez desde 1999.

Os instrumentos de curto prazo, contrariando o observado no ano transato, registaram um aumento da sua percentagem relativa na composição do financiamento anual, ao passar de 9,8 para 12,5 por cento. Grande parte deste incremento refletiu a estratégia de financiamento seguida ao longo de 2012 de combinar o financiamento via PAEF com a emissão de títulos de dívida pública nos mercados financeiros, explorando, nomeadamente, a emissão de BT ao longo de toda a curva, tendo mesmo ocorrido uma extensão da maturidade máxima deste instrumento de 12 para 18 meses.

Os certificados de aforro também perderam representatividade, com o seu peso na carteira a fixar-se em 5 por cento, o que compara com 6,5 por cento no final de 2011. Por sua vez, a percentagem dos certificados do Tesouro na carteira total da dívida (antes de *swaps*) manteve-se estável em 0,7 por cento, pelo que no seu conjunto os instrumentos de dívida de retalho viram o seu peso no total de dívida diminuir de 7,3 para 5,7 por cento em 2012.

Após cobertura de derivados, o saldo da dívida direta do Estado, registou em 2012, um acréscimo de EUR 19.704 milhões, refletindo, para além do financiamento líquido e outros movimentos de dívida menos expressivos acima referidos, a variação desfavorável registada no efeito cambial líquido dos *swaps* que foi de EUR 55 milhões.

Em termos de decomposição por moeda, e numa perspetiva após derivados financeiros, a componente não euro apresentou um aumento ligeiro, de 1,7 pontos percentuais, representando cerca de 5 por cento do *stock* vivo no final de 2012. Esta evolução reflete sobretudo o peso dos empréstimos do FMI, já depois de consideradas as operações de cobertura cambial parcial levadas a efeito pelo IGCP.

Quadro 2 – Indicadores de dívida

Dívida total*	Dez-05	Dez-06	Dez-07	Dez-08	Dez-09	Dez-10	Dez-11	Dez-12
Percentagem da dívida EURO	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	96,7	95,0
Percentagem de taxa fixa	89,6	85,5	86,5	90,0	87,9	89,3	87,3	79,2
Prazo médio residual (anos)	4,9	5,8	6,0	6,2	6,1	5,8	6,1	6,9
Duração modificada	3,4	2,9	2,7	3,8	3,5	3,8	4,1	4,1

(*) Dívida nominal, após *swaps*, excluindo títulos emitido a favor do FRDP. Nos empréstimos em SDR considera-se dívida em EURO a proporção do cabaz denominado em EUR.

Fonte: IGCP

Já em relação à estrutura da dívida por tipo de taxa de juro e à semelhança do verificado no ano anterior, assistiu-se a uma diminuição da proporção da componente fixa, que evoluiu de 87,3 para 79,2 por cento. Este comportamento traduz o aumento da importância dos empréstimos do FMI e da FEEF que estão indexados a uma taxa de juro variável.

4.2. ENCARGOS CORRENTES DA DÍVIDA

Em 2012, os encargos correntes da dívida direta do Estado totalizaram EUR 7.134 milhões, dos quais EUR 7 019 milhões dizem respeito a juros pagos e EUR 115 milhões a outros encargos. Por sua vez, os juros recebidos de depósitos e empréstimos concedidos fixaram-se em EUR 285 milhões, pelo que os juros e outros encargos líquidos ascenderam a EUR 6.849 milhões. O instrumento que assume maior representatividade nos juros da dívida são as OT, cujo montante atingiu EUR 4.656 milhões. Os encargos com juros dos empréstimos obtidos no âmbito do PAEF ascenderam a EUR 1.080 milhões e os outros custos associados a estes empréstimos cifraram-se em EUR 91 milhões.

Quadro 3 – Encargos correntes da dívida direta do Estado (ótica de Contabilidade Pública; EUR milhões)

(EUR milhões)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Juros da dívida pública	4 366	4 704	4 889	5 009	4 991	6 032	7 019
Bilhetes do Tesouro	261	310	361	447	175	583	572
Obrigações do Tesouro	2 969	3 401	3 396	3 831	4 229	4 672	4 656
Empréstimos PAEF	0	0	0	0	0	113	1 080
Certificados de Aforro e do Tesouro	685	828	839	562	392	375	303
Outros	451	165	294	168	195	289	407
Outros encargos (*)	31	24	30	32	26	263	115
Empréstimos PAEF (**)	0	0	0	0	0	236	91
Outros	31	24	30	32	26	27	24
Total de encargos pagos	4 397	4 728	4 919	5 041	5 018	6 295	7 134
Juros recebidos de depósitos e empréstimos concedidos	0	0	- 34	- 35	- 48	- 259	- 285
Juros e outros encargos líquidos	4 397	4 728	4 885	5 005	4 970	6 036	6 849
Por memória:							
Total de Juros no âmbito do PDE (***)	4 365	4 691	4 867	4 778	4 944	6 390	6 825
Juros pagos de dívida pública	4 365	4 691	4 901	4 814	4 992	6 651	7 110
Juros recebidos de depósitos e empréstimos concedidos	0	0	- 34	- 35	- 48	- 261	- 284

(*) 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.

(**) Em 2011 uma parcela, de EUR 64 milhões, de encargos com os empréstimos do PAEF foi reclassificada como juro numa ótica de Contas Nacionais e periodificada ao longo da vida do empréstimo. Os valores de 2012 incluem a *guarantee commission fee* dos EFSF *bills*, no total de EUR 1,2 milhões, que em Contas Nacionais foi reclassificada como juro.

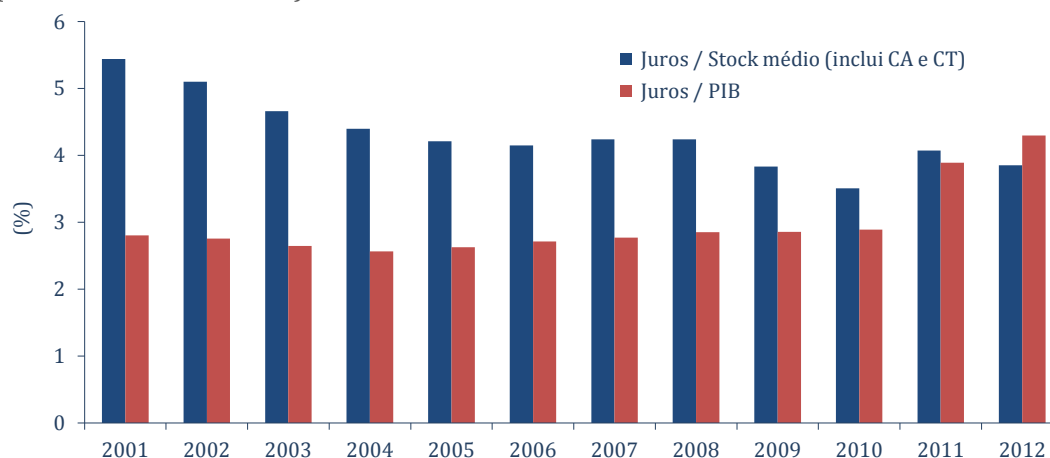
(***) Ao contrário da ótica das Contas Públicas que adota uma base de caixa, a ótica das Contas Nacionais considera os juros numa base de especialização de exercício.

Fonte: IGCP

A componente de juros pagos, na ótica de Contas Nacionais, registou um incremento de 6,9 por cento face a 2011, o que aliado a uma redução do produto, conduziu a um aumento do rácio dos juros no PIB de quatro décimas de ponto percentual, para 4,3 por cento em 2012.

Pelo contrário, a taxa de juro implícita da dívida direta do Estado, calculada como o rácio entre o valor dos juros pagos no ano (avaliado na ótica de Contas Nacionais) e o valor do *stock* médio da dívida, registou uma redução em 2012, passando de 4,1 para 3,8 por cento.

Gráfico 1 – Evolução dos juros da dívida direta do Estado
(ótica das Contas Nacionais)



Fonte: IGCP

Esta redução contribuiu para limitar o aumento dos juros da dívida em 2012, muito embora o aumento do *stock* tenha mais do que compensado aquele efeito. De facto, o montante total de juros da dívida direta do Estado (ótica de Contas Nacionais), excluindo a parcela recebida de depósitos e de empréstimos concedidos, ascendeu a EUR 7.110 milhões, mais EUR 459 milhões que no ano anterior, um incremento justificado exclusivamente pelo acréscimo do *stock* da dívida.

Quadro 4 – Variação dos juros da dívida direta do Estado
(ótica das Contas Nacionais; EUR milhões)

Ano	Stock de dívida médio	Juros* (contabilidade nacional)	Taxa de juro de juro implícita	Variação dos juros	Contribuições para a variação dos juros		
					Efeito de <i>stock</i>	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	4 901	4,2%	210	210	0	0
2009	125 605	4 814	3,8%	(87)	423	(469)	(40)
2010	142 261	4 992	3,5%	178	638	(406)	(54)
2011	163 335	6 651	4,1%	1 659	739	801	119
2012**	184 641	7 110	3,9%	459	868	(362)	(47)

* Exclui os juros recebidos de depósitos e outros empréstimos concedidos.

** O saldo médio deixou de incluir promissórias EUR a partir de 2012.

Notas:

$$(2) = S_t - \text{m\u00e9dia do stock final de t e t-1}$$

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

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

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

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

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

Fonte: IGCP