

## 4. DÍVIDA DIRETA DO ESTADO E ENCARGOS

### 4.1. SALDO DA DÍVIDA DIRETA DO ESTADO

Em 31 de dezembro de 2014, o saldo da dívida direta do Estado<sup>15</sup> avaliado ao câmbio de final de período, cifrou-se em EUR 217,1 mil milhões. Considerando o efeito das operações de cobertura de risco cambial, o montante dívida fixou-se em EUR 215,8 mil milhões.

#### Quadro 18 – Dívida direta do Estado (ótica da Contabilidade Pública; EUR milhões)

	Saldo em		Janeiro - Dezembro 2014			Saldo em	
	31-Dec-13	Estrutura	Emissões	Amortizações	Outros	31-Dec-14	Estrutura
<b>1. Dívida denominada em Euros (excluindo ajuda externa)</b>	<b>130 735</b>	<b>64.0%</b>	<b>79 393</b>	<b>76 044</b>	<b>- 795</b>	<b>133 289</b>	<b>61.4%</b>
Transaccionável	113 343	55.5%	36 274	38 862	- 797	109 957	50.6%
ECP (valor descontado)	1 324	0.6%	0	1 324	0	0	0.0%
BT (valor descontado)	19 046	9.3%	18 362	21 166	0	16 242	7.5%
Obrigações do Tesouro (OT)	92 708	45.4%	16 647	16 131	- 825	92 400	42.6%
Outras Obrigações	51	0.0%	0	0	0	51	0.0%
MTN	200	0.1%	1 265	241	27	1 251	0.6%
Obrigações de Retalho	13	0.0%	0	0	0	13	0.0%
Não Transaccionável	17 392	8.5%	43 120	37 181	2	23 332	10.7%
Certificados de Aforro	10 132	5.0%	2 725	715	0	12 142	5.6%
Valor de aquisição	6 107	3.0%	2 476	495	0	8 087	3.7%
Juros capitalizados	4 025	2.0%	249	220	0	4 054	1.9%
Certificados do Tesouro	2 026	1.0%	3 041	20	1	5 047	2.3%
CEDIC	4 127	2.0%	35 828	35 519	0	4 436	2.0%
CEDIM	575	0.3%	17	12	0	580	0.3%
Outros	532	0.3%	1 509	915	1	1 127	0.5%
<b>2. Dívida denominada em moedas não Euro (excluindo ajuda externa)</b>	<b>1 467</b>	<b>0.7%</b>	<b>3 281</b>	<b>468</b>	<b>552</b>	<b>4 832</b>	<b>2.2%</b>
Transaccionável	1 466	0.7%	3 281	468	553	4 832	2.2%
ECP (valor descontado)	7	0.0%	0	7	0	0	0.0%
Outras Obrigações	170	0.1%	0	0	12	182	0.1%
MTN	1 289	0.6%	3 281	461	541	4 650	2.1%
Não Transaccionável	0	0.0%	0	0	0	0	0.0%
<b>3. PAEF</b>	<b>72 051</b>	<b>35.3%</b>	<b>5 194</b>	<b>0</b>	<b>1 760</b>	<b>79 005</b>	<b>36.4%</b>
FEFF / EFSF	26 078	12.8%	1 251	0	0	27 328	12.6%
MEEF / EFSM	22 100	10.8%	2 187	0	13	24 300	11.2%
FMI / IMF	23 873	11.7%	1 757	0	1 747	27 377	12.6%
<b>4. Dívida total (1.+ 2.+ 3.)</b>	<b>204 252</b>	<b>100.0%</b>	<b>87 869</b>	<b>76 512</b>	<b>1 517</b>	<b>217 126</b>	<b>100.0%</b>
<b>5. Efeito cambial de cobertura de derivados (líquido)</b>	<b>75</b>					<b>-1 344</b>	
<b>6. Dívida total após cobertura de derivados (4.+ 5.)</b>	<b>204 327</b>					<b>215 782</b>	

**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, enquanto 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.

Fonte: IGCP

Excluindo a variação do saldo decorrente da cobertura cambial realizada através de derivados, a dívida direta aumentou EUR 12,9 mil milhões. Este acréscimo resultou da emissão líquida de instrumentos de dívida no montante de EUR 11,4 mil milhões (diferença entre as emissões e

<sup>15</sup> A dívida direta do Estado é um conceito que difere da dívida pública compilada pelo Banco de Portugal para efeitos do Procedimento dos Défices Excessivos (dívida de Maastricht, apresentada no gráfico 3) em vários aspetos, entre os quais se destaca: (i) diferenças de delimitação do setor = a dívida direta do Estado inclui apenas a dívida emitida pelo Estado, enquanto na dívida de Maastricht se incluem todas as entidades classificadas, para fins estatísticos, no setor institucional das administrações públicas; (ii) efeitos de consolidação = a dívida direta do Estado reflete apenas os passivos deste subsector, enquanto a dívida de Maastricht é consolidada, isto é, excluem-se os ativos das administrações públicas em passivos emitidos pelas próprias administrações públicas; (iii) capitalização dos certificados de aforro = a dívida direta do Estado inclui a capitalização acumulada dos certificados de aforro, que é excluída da definição de Maastricht.

amortizações ao valor de encaixe) e de variações cambiais desfavoráveis que ascenderam a EUR 2,3 mil milhões, dos quais EUR 1,7 milhões relacionados com os empréstimos do FMI. Estes efeitos foram atenuados pelas mais-valias de emissões de OT que contribuíram para uma redução do *stock* da dívida em EUR 1,1 mil milhões. Já as menos-valias de emissão e amortização fixaram-se em EUR 0,3 mil milhões.

O valor total de liquidação das amortizações de dívida, ao valor de encaixe e excluindo *swaps*, foi de EUR 76,5 mil milhões, dos quais EUR 35,7 mil milhões correspondem a dívida flutuante (isto é, dívida emitida no próprio ano). As amortizações de dívida incluem, não só recompras antecipadas de OT, no montante de EUR 5,4 mil milhões (dos quais, EUR 1,9 mil milhões relacionados com a operação de troca realizada em novembro), como também recompras de *MTN* no valor de EUR 0,2 mil milhões. O volume de amortizações fundadas inclui ainda as amortizações de dívida de curto prazo (de BT em EUR 18,1 mil milhões, CEDIC em EUR 4,1 mil milhões e *ECP* em EUR 1,3 mil milhões).

Em 2014, apesar dos empréstimos obtidos no âmbito do PAEF terem voltado a ser a maior fonte individual de financiamento líquido, com o total de emissões líquidas a fixar-se em EUR 5,2 mil milhões, o financiamento líquido recebeu um contributo ainda mais significativo de emissões de dívida de médio e longo prazo e de retalho (cerca de EUR 8,6 mil milhões no seu conjunto), o que se traduziu numa crescente importância destes instrumentos na composição da dívida pública.

Este volume de emissões permitiu, não só cobrir as necessidades orçamentais previstas durante o ano, como antecipar o reembolso de títulos de dívida com vencimento nos anos mais próximos e reduzir o peso dos instrumentos de curto prazo (de 12,0 para 9,5% em 2014), suavizando assim o perfil de amortizações da dívida pública e reduzindo de forma considerável o risco de refinanciamento.

A recuperação da economia e a melhoria das condições de acesso ao mercado a partir de 2012, a par do fim do programa do PAEF, em junho de 2014, contribuiu para um aumento das emissões brutas de OT em cerca de EUR 4,7 mil milhões face a 2013, (fixando-se em EUR 16,6 mil milhões), o que aliado a um menor volume de amortizações permitiu uma emissão líquida positiva deste instrumento (EUR 0,5 mil milhões), pela primeira vez desde 2010. Ainda assim, o valor nominal das OT vivas no final de 2014 foi ligeiramente inferior ao observado no final de 2013 (um efeito justificado pelo elevado volume de mais-valias obtidas nas emissões), pelo que o peso das OT no *stock* da dívida diminuiu, de 45,4% em 2013 para 42,6% no final de 2014.

Por seu turno, a outra dívida de médio e longo prazo em euros viu o seu contributo aumentar, refletindo a emissão de um *MTN* no valor de EUR 1,3 mil milhões, em fevereiro, para cobertura duma amortização, num montante idêntico de títulos de curto prazo (*ECP*), a que acresce a emissão de um empréstimo do BEI no valor de EUR 0,6 mil milhões. Da mesma forma, o peso da dívida denominada em moeda não euro (excluindo ajuda externa) aumentou 1,5pp para 2,2% em 2014, refletindo a emissão sindicada, em julho, de um *MTN* com um volume de USD 4,5 mil milhões (equivalente a EUR 3,3 mil milhões), e maturidade em 2024.

Por fim, importa sublinhar o aumento significativo do peso dos instrumentos de retalho (de 6,0 para 7,9%), que aprofundaram de forma considerável o bom desempenho já observado em 2013, com as subscrições líquidas no total do ano a atingirem um máximo histórico de 4,9 mil milhões de euros. Esta evolução reflete não só as alterações das condições de remuneração dos CA anunciadas em setembro de 2012 e o lançamento dos CTPM em outubro de 2013, por um lado, como também a descida gradual da remuneração de produtos de poupança alternativos observada ao longo de 2014.

No que respeita aos CA, em particular, registou-se um aumento de EUR 2 mil milhões no *stock* de dívida constituída por estes instrumentos, mantendo-se a tendência de crescimento iniciada no ano precedente. O número de unidades de certificados subscritos há menos de um ano, em percentagem do total, fixou-se em 43,3%, o que compara com 7,2% em 2012. Este comportamento traduziu-se numa diminuição do prazo médio das unidades subscritas de CA para 4,6 anos (7,1 anos em 2013).

### Quadro 19 – Evolução do *stock* de certificados de aforro (EUR milhões)

Ano	Varição do <i>stock</i>	Subscrições líquidas	Capitalização de juros
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
2012	(1 715)	(1 930)	215
2013	462	237	225
2014	2 010	1 761	249

Fonte: IGCP

Após cobertura de derivados, o saldo da dívida direta do Estado registou um acréscimo menor, de EUR 11,4 mil milhões face a 2013, refletindo a variação favorável do efeito líquido de *swaps* (EUR 1,4 mil milhões).

Já em termos da decomposição por moeda, e numa perspetiva após derivados financeiros, o *stock* vivo em moeda não euro apresentou uma diminuição de aproximadamente 1,4pp, representando no final de 2014 cerca de 3,2% do total da carteira. Esta evolução é justificada pelo aumento das operações de cobertura cambial contratadas pelo IGCP (conforme discutido na secção 3.1), que mais do que compensou o aumento do peso dos instrumentos de dívida em moeda estrangeira no *stock* da dívida antes de *swaps*.

Em relação à estrutura da dívida por tipo de taxa de juro, e à semelhança do ocorrido nos últimos anos, em 2014 registou-se um decréscimo da componente de taxa fixa no total da dívida, de 75,4 para 73,0%, explicado pela maior representatividade dos empréstimos do FMI e FEEF e do *stock* de CA, tudo instrumentos indexados a taxas variáveis.

### Quadro 20 – Indicadores de dívida (percentagem)

Dívida total*	Dec-06	Dec-07	Dec-08	Dec-09	Dec-10	Dec-11	Dec-12	Dec-13	Dec-14
Percentagem da dívida EURO	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	96.7	95.0	95.4	96.8
Percentagem de taxa fixa	85.5	86.5	90.0	87.9	89.3	87.3	79.2	75.4	73.0
Prazo médio residual (anos)	5.8	6.0	6.2	6.1	5.8	6.1	6.9	7.5	7.4
Duração modificada	2.9	2.7	3.8	3.5	3.8	4.1	4.5	4.3	4.9

(\*) Dívida nominal bruta, 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.

## 4.2. ENCARGOS CORRENTES DA DÍVIDA

Em 2014, os encargos correntes da dívida direta do Estado numa ótica de contabilidade pública ascenderam a EUR 7.098 milhões, dos quais EUR 7.017 milhões correspondem a juros da dívida pública e EUR 81 milhões a outros encargos. Relativamente aos juros recebidos de depósitos e empréstimos concedidos assistiu-se a uma redução face ao ano anterior, fixando-se em

EUR 126 milhões (EUR 169 milhões em 2013), pelo que os juros e outros encargos líquidos ascenderam a EUR 6.972 milhões.

### Quadro 21 – Encargos correntes da dívida direta do Estado (ótica de Contabilidade Pública; EUR milhões)

(EUR milhões)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Juros da dívida pública</b>	<b>4 704</b>	<b>4 889</b>	<b>5 009</b>	<b>4 991</b>	<b>6 032</b>	<b>7 020</b>	<b>6 924</b>	<b>7 017</b>
Bilhetes do Tesouro	310	361	447	175	583	572	505	381
Obrigações do Tesouro	3 401	3 396	3 831	4 229	4 672	4 656	4 198	3 964
Empréstimos PAEF	0	0	0	0	113	1 080	1 704	2 009
Certificados de Aforro e do Tesouro	828	839	562	392	375	303	328	379
Outros	165	294	168	195	289	409	189	284
<b>Outros encargos (*)</b>	<b>24</b>	<b>30</b>	<b>32</b>	<b>26</b>	<b>263</b>	<b>115</b>	<b>87</b>	<b>81</b>
Empréstimos PAEF (**)	0	0	0	0	236	91	56	19
Outros	24	30	32	26	27	24	31	63
<b>Total de encargos pagos</b>	<b>4 728</b>	<b>4 919</b>	<b>5 041</b>	<b>5 018</b>	<b>6 295</b>	<b>7 135</b>	<b>7 010</b>	<b>7 098</b>
Juros recebidos de depósitos e empréstimos concedidos	0	- 34	- 35	- 48	- 259	- 285	- 169	- 126
<b>Juros e outros encargos líquidos</b>	<b>4 728</b>	<b>4 885</b>	<b>5 005</b>	<b>4 970</b>	<b>6 036</b>	<b>6 850</b>	<b>6 841</b>	<b>6 972</b>
Por memória:								
<b>Total de Juros no âmbito do PDE (***)</b>	<b>4 797</b>	<b>4 990</b>	<b>4 811</b>	<b>4 991</b>	<b>6 385</b>	<b>6 856</b>	<b>7 049</b>	<b>7 485</b>
Juros pagos de dívida pública	4 797	5 024	4 846	5 038	6 646	7 140	7 216	7 610
Juros recebidos de depósitos e empréstimos concedidos	0	- 34	- 35	- 48	- 261	- 284	- 167	- 125

(\*) 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 exercícios.

Fonte: IGCP.

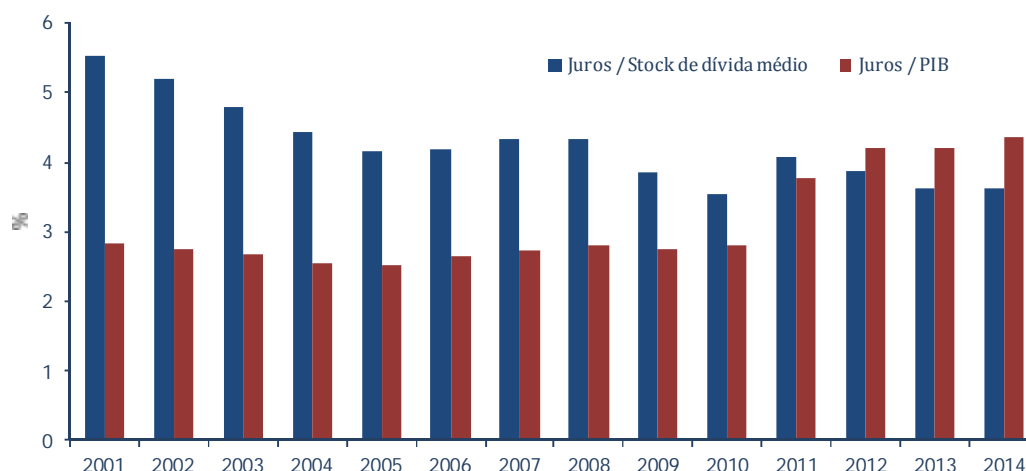
As OT continuam a ser o instrumento com maior representatividade no total dos juros da dívida, sendo responsáveis por um encargo de EUR 3.954 milhões, menos 234 milhões face ao ano anterior. Esta evolução é explicada pelas dificuldades de acesso aos mercados entre 2011 e 2013, bem como pelas recompras bilaterais de OT com maturidade mais próxima e pelas trocas realizadas nos últimos anos, que permitiram estender o prazo médio da dívida, diminuindo assim o encargo com juros nos anos seguintes.

Já os encargos com juros dos empréstimos obtidos no âmbito do PAEF ascenderam a EUR 2.009 milhões, a que acresceram outros custos associados ao desembolso destes empréstimos no valor de EUR 19 milhões.

Com a entrada em vigor do SEC 2010, em setembro de 2014, os juros dos *swaps* deixaram de ser considerados no apuramento dos juros em Contas Nacionais, o que conduziu à retroposição da série, resultando, em termos gerais, num aumento dos juros em contas nacionais. Esta revisão levou a um incremento dos juros em 2013 face a 2012 (de 1,1%), contrariamente ao observado em SEC 1995, onde se assistia a uma inversão na tendência de crescimento dos juros pagos.

Em relação a 2014, os juros da dívida direta do Estado na ótica de Contas Nacionais, excluindo os juros recebidos de aplicações, registaram um acréscimo de cerca 5,5%, representando um aumento do ritmo de crescimento dos juros pagos face ao observado no ano precedente. Este incremento foi, no entanto, parcialmente compensado pelo crescimento do produto em 2014, permitindo que o rácio dos juros no PIB aumentasse pouco mais de uma décima de ponto percentual, para 4,4%.

**Gráfico 19 – Evolução dos juros da dívida direta do Estado**  
(ótica de Contas Nacionais)



Fonte: IGCP

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, manteve-se inalterada face a 2013 (em 3,6%), interrompendo a tendência de decréscimo observada nos dois últimos anos, o que pode ser explicado essencialmente pela opção por extensão da duração do *stock* de dívida, permitindo fixar este nível reduzido de taxas de juro por um período de tempo prolongado.

Considerando a dívida total do Estado, verificou-se um acréscimo dos juros em EUR 394 milhões em 2014, explicado pelo efeito do aumento do *stock* de dívida, que mais do que compensou o efeito de diminuição do preço e do efeito cruzado.

**Quadro 22 – 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 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	3 692	5.7%				
2001	69 313	3 840	5.5%	147	271	(116)	(9)
2002	75 962	3 943	5.2%	103	368	(242)	(23)
2003	81 426	3 895	4.8%	(48)	284	(309)	(22)
2004	87 058	3 871	4.4%	(24)	269	(275)	(19)
2005	96 249	3 995	4.2%	124	409	(257)	(27)
2006	105 158	4 400	4.2%	404	370	31	3
2007	110 681	4 797	4.3%	397	231	158	8
2008	115 633	5 024	4.3%	227	215	12	1
2009	125 605	4 846	3.9%	(178)	433	(562)	(49)
2010	142 261	5 038	3.5%	192	643	(398)	(53)
2011	163 335	6 646	4.1%	1 608	746	751	111
2012**	184 680	7 140	3.9%	494	869	(331)	(43)
2013**	199 359	7 216	3.6%	76	568	(455)	(36)
2014**	210 689	7 610	3.6%	394	410	(15)	(1)

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

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

Notas:

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

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

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

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

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

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

Fonte: IGCP