## RENEGOCIAÇÃO DAS CONDIÇÕES DOS EMPRÉSTIMOS DO MEEF E FEEF: O QUE É QUE PORTUGAL GANHA?

No seguimento da aprovação do terceiro pacote de ajuda financeira à Grécia, em Janeiro Portugal entregou à Comissão Europeia um pedido de alargamento do prazo dos empréstimos dos Mecanismo Europeu de Estabilidade Financeira e do Fundo Europeu de Estabilidade Financeira. Tendo por base o bom desempenho e as avaliações positivas do programa português, bem como a revisão das condições aplicadas aos países intervencionados após a aprovação do segundo programa de ajuda à Grécia, atribuímos uma elevada probabilidade a que o pedido português seja aceite. Quais os benefícios associados a esta renegociação?

Na Cimeira dos ministros das finanças da área do euro de 26-27 Novembro, foi acordado, em conjunto com o FMI, a revisão das condições atribuídas à Grécia no âmbito do Programa de Assistência Financeira. A revisão das condições associadas aos empréstimos do Fundo Europeu de Estabilidade Europeu resume-se a:

- a) Alargamento das maturidades máximas dos empréstimos em 15 anos:
- b) Atribuição de um período de carência de juros de 10 anos;
- c) Redução da margem sobre a Euribor a 3 meses de 150 pontos base para 50 pontos base;

De acordo com o FMI, a revisão das condições dos empréstimos, permitirá aliviar os encargos da dívida da Grécia em 2.6% do PIB em 2020, dos quais 2 pontos percentuais relativos à redução da taxa de juro e 0.6pp relativos à redução das comissões.

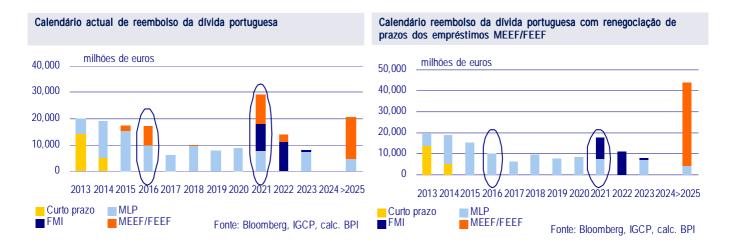
Para além da renegociação das condições dos empréstimos do FEEF, foram também adiadas as metas para o excedente primário de 4.5% do PIB em 2014 para 2016; do rácio de dívida pública de 120% do PIB para 124% em 2020; o BCE abdica dos lucros obtidos ao abrigo do programa de compra de dívida pública grega (SMP); adicionalmente, foi acordado com os parceiros europeus um programa de recompra de parte das obrigações emitidas pelo Estado grego; bem como na adopção de medidas não especificadas a serem implementadas em 2014-15.

Na sequência da decisão do Eurogrupo, Irlanda e Portugal pediram em Janeiro de 2013, o alargamento dos prazos dos empréstimos concedidos pelo Mecanismo Europeu de Estabilidade Financeira e pelo Fundo Europeu de Estabilidade Financeira. O pedido de renegociação das condições Fonte: FMI. dos empréstimos a Portugal, refere-se apenas à alteração das maturidades médias dos mesmos, estendendo-as para 30 anos o que compara com os actuais 15. Todavia, à semelhança do que foi observado aquando do segundo programa de assistência à Grécia não é de excluir a possibilidade de revisão das taxas de juro. Neste capítulo, refere-se que o cupão médio das emissões do FEEF até à data é de 1.4%, acomodando a redução do actual all in cost de Portugal de 3% nos empréstimos do MEEF e FEEF para 1.9%, assumindo que a amplitude de redução dos custos dos empréstimos portugueses será idêntica à obtida pela Grécia (110 pontos base).

## Impacto da renegociação das condições do empréstimo à Grécia em 2020 (% do PIB)

.0 pp	Total Total
.8 pp	Medidas não especificadas
.6 pp	Transf. dos lucros do SMP
.6 pp	Eliminação da comissão
.0 pp	Redução da taxa de juros
.0 pp	Recompra de dívida
_	

Os benefícios imediatos para Portugal reflectir-se-iam na redução dos encargos com juros nos próximos dez anos e no alívio das necessidades de financiamento associadas ao actual calendário de reembolsos da dívida portuguesa, sobretudo em 2016 e 2021. Com efeito, tendo por base este calendário, a aprovação da extensão dos programas permitiria reduzir as necessidades brutas de financiamento em 7.3 e 11.4 mil milhões de euros, naqueles anos, respectivamente.



Adicionalmente, as necessidades líquidas de financiamento do Estado reduzir-se-iam por via da diminuição dos encargos com juros da dívida durante o período de carência.



## Opinião

Com a finalidade de estimar os custos/benefícios da renegociação dos empréstimos assumimos as seguintes hipóteses:

- a) A renegociação afectará os empréstimos do MEEF e do FEEF, ie 52 mil milhões de euros (2/3 do montante total do PAEF a Portugal);
- b) Simplificadamente, assumiu-se que os empréstimos são atribuídos numa única tranche, considerando-se um prazo médio e uma taxa de juro média para cada instrumento;
- c) No período de carência, adoptou-se a lógica de cálculo de juros simples;
- d) A taxa de actualização dos *cash flows* anuais tem por base as taxas de juros implícitas na curva de rendimentos do swap do euro (à data do cálculo) acrescidas de um prémio de risco estimado pelo DEEF;

Renegociação das con	os do M ndições d				MEEF e f	EEF: cu	istos anu	iais com	juros ac	ctualizado	os					
	2	013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	Milhões <b>2026</b>	s de euros <b>2027</b>
Condições actuais																
MEEF&FEEF	1,	560	1,505	1,461	1,422	1,383	1,346	1,347	1,331	1,315	1,271	1,228	1,195	1,163	0	0
FMI	1,	066	1,029	998	972	945	230	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Custo Total	2,	626	2,534	2,459	2,394	2,328	1,576	1,347	1,331	1,315	1,271	1,228	1,195	1,163	0	0
Renegociação das condiçõe	es															
Cenário 1: alargamento do pr	azo médio o	dos em	préstimos p	para 30 and	os com 10	anos de car	ência									
MEEF&FEEF		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1,596	1,554	1,512	1,470	1,429
FMI	1,	066	1,029	998	972	945	230	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Custo Total	1,	066	1,029	998	972	945	230	0	0	0	0	1,596	1,554	1,512	1,470	1,429
Cenário 2: alargamento do pr	azo médio o	dos em	préstimos p	oara 30 and	os com 10 a	anos de car	ência e red	ução da tax	a de juros	em 1.1% (=	à redução	dos custos	da Grécia	)		
MEEF&FEEF		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	925	901	877	852	828
FMI	1,	066	1,029	998	972	945	230	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Custo Total	1,	066	1,029	998	972	945	230	0	0	0	0	925	901	877	852	828
Cenário 3: alargamento do pr	azo médio o	dos em	préstimos <sub>l</sub>	para 30 and	OS											
MEEF&FEEF	1,	560	1,505	1,461	1,422	1,383	1,346	1,347	1,331	1,315	1,271	1,228	1,195	1,163	1,131	1,099
FMI	1,	066	1,029	998	972	945	230	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Custo Total	2,	626	2,534	2,459	2,394	2,328	1,576	1,347	1,331	1,315	1,271	1,228	1,195	1,163	1,131	1,099
															Milhões	do ouroc
	028 2	029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040	Custo		ação dos
Condições actuais															Varia	ação dos om juros
Condições actuais MEEF&FEEF	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	17,529	Varia custos co	ação dos om juros
Condições actuais MEEF&FEEF FMI	0 0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	17,529 5,240	Varia custos co	ação dos om juros
Condições actuais MEEF&FEEF FMI Custo Total	0 0 0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	17,529	Varia custos co	ação dos om juros
Condições actuais  MEEF&FEEF  FMI  Custo Total  Renegociação das condiçõe	0 0 0	0 0 0	0 0 0	0 0 0	0 0 0	0 0 0	0 0 0	0	0	0	0	0	0	17,529 5,240	Varia custos co	ação dos om juros
Condições actuais MEEF&FEEF FMI Custo Total Renegociação das condiçõe Cenário 1: alargamento do pr	0 0 0	0 0 <b>0</b>	0 0 0	0 0 0	0 0 0	0 0 0	0 0 <b>0</b>	0 0	0 0 0	0 0 0	0 0 0	0 0 0	0 0 0	17,529 5,240 <b>22,769</b>	Varia	ação dos om juros
Condições actuais  MEEF&FEEF  FMI  Custo Total  Renegociação das condiçõe  Cenário 1: alargamento do pr.  MEEF&FEEF 1,	0 0 0 es azo médio 0 388 1,	0 0 0 dos em	0 0 0 oppréstimos p	0 0 0 0 para 30 and	0 0 0 0 0 0 0 0 1,227	0 0 0 anos de car 1,188	0 0 0	0 0 0	0 0 <b>0</b>	0 0 <b>0</b>	0 0 <b>0</b>	0 0 <b>0</b>	0 0 0	17,529 5,240 <b>22,769</b> 22,549	Varia custos co	ação dos om juros
Condições actuais  MEEF&FEEF  FMI  Custo Total  Renegociação das condiçõe  Cenário 1: alargamento do pr.  MEEF&FEEF 1,  FMI	0 0 0 25 azo médio 0 388 1,	0 0 0 dos em 347 0	0 0 0 préstimos p 1,307	0 0 0 0 0 0 0 0 0 1,267	0 0 0 0 0 sos com 10 1,227	0 0 <b>0</b> anos de car 1,188	0 0 0 encia 1,150	0 0 0 1,111	0 0 0	0 0 <b>0</b> 1,036	0 0 0	0 0 <b>0</b> <b>0</b>	0 0 0	17,529 5,240 <b>22,769</b> 22,549 5,240	Variation Countries Countr	ação dos om juros %PIB
Condições actuais  MEEF&FEEF  FMI  Custo Total  Renegociação das condiçõe  Cenário 1: alargamento do pr  MEEF&FEEF 1,  FMI  Custo Total 1,	0 0 0 ess azo médio (3388 1, 0	0 0 0 dos em 347 0	0 0 0 1,307 0	0 0 0 0 0 1,267 0	0 0 0 0ss com 10 s 1,227 0	0 0 0 anos de car 1,188 0	0 0 0 encia 1,150 0	0 0 0 1,111 0	0 0 0 1,074	0 0 0 1,036 0	0 0 0 1,000	0 0 0 964 0	0 0 0 928	17,529 5,240 <b>22,769</b> 22,549 5,240 <b>27,788</b>	Varia	ação dos om juros
Condições actuais  MEEF&FEEF  FMI  Custo Total  Renegociação das condiçõe  Cenário 1: alargamento do pr  MEEF&FEEF 1,  FMI  Custo Total 1,  Cenário 2: alargamento do pr	0 0 0 es azo médio o .388 1, 0 388 1, azo médio o	0 0 0 dos em 347 0 347 dos em	0 0 0 1,307 0 1,307 npréstimos p	0 0 0 0 0 0 0 1,267 0 1,267 0 1,267	0 0 0 0s com 10 a 1,227 0 1,227 os com 10 a	0 0 0 anos de car 1,188 0 1,188 anos de car	0 0 0 encia 1,150 0 1,150 encia e red	0 0 0 1,111 0 1,111 ução da tay	0 0 0 1,074 0 1,074	0 0 0 1,036 0 1,036 em 1.1% (=	0 0 0 1,000 0 1,000	0 0 0 964 0 964 dos custos	0 0 0 928 0 928 s da Grécia	17,529 5,240 <b>22,769</b> 22,549 5,240 <b>27,788</b>	Varia custos co	ação dos om juros %PIB
Condições actuais  MEEF&FEEF  FMI  Custo Total  Renegociação das condições  Cenário 1: alargamento do pr.  MEEF&FEEF  1,  FMI  Custo Total  1,  Cenário 2: alargamento do pr.  MEEF&FEEF	0 0 0 ess azo médio (388 1, 0 388 1, azo médio (805	0 0 0 347 0 347 40s em	0 0 0 npréstimos p 1,307 0 1,307 npréstimos p	0 0 0 0 0 0 0 1,267 0 1,267 0 1,267 oara 30 and	0 0 0 0s com 10 1,227 0 1,227 os com 10 712	0 0 0 anos de car 1,188 0 1,188 anos de car 689	0 0 0 encia 1,150 0 1,150 encia e red	0 0 0 1,111 0 1,111 ução da tay	0 0 0 1,074 0 1,074 ta de juros	0 0 0 1,036 0 1,036 em 1.1% (=	0 0 0 1,000 0 1,000 e à redução	0 0 0 964 0 964 dos custos	0 0 0 928 0 928 c da Grécial	17,529 5,240 <b>22,769</b> 22,549 5,240 <b>27,788</b> )	Variation Countries Countr	ação dos om juros %PIB
Condições actuais  MEEF&FEEF FMI  Custo Total  Renegociação das condiçõe  Cenário 1: alargamento do pr.  MEEF&FEEF 1, FMI  Custo Total 1, Cenário 2: alargamento do pr.  MEEF&FEEF FMI	0 0 0 28s azo médio 0 388 1, 0 388 1, azo médio 0	0 0 0 3347 0 3347 0 781	0 0 0 inpréstimos p 1,307 0 1,307 1,307 758	0 0 0 0 0 1,267 0 1,267 0ara 30 and 735	0 0 0 0 1,227 0 1,227 0s com 10 a 712	0 0 0 anos de car 1,188 0 1,188 anos de car 689	0 0 0 encia 1,150 0 1,150 encia e red 667	0 0 0 1,111 0 1,111 ução da tax 644	1,074 0 1,074 0 1,074 (a de juros 622	0 0 0 1,036 0 1,036 em 1.1% (=	0 0 0 1,000 0 1,000 e à redução 580	964 0 964 0 964 dos custos 559	928 0 928 0 928 6 da Grécia 538	17,529 5,240 <b>22,769</b> 22,549 5,240 <b>27,788</b> ) 13,072 5,240	5,020 -4,457	ação dos om juros %PIB
Condições actuais  MEEF&FEEF  FMI  Custo Total  Renegociação das condiçõe  Cenário 1: alargamento do pr.  MEEF&FEEF 1,  FMI  Custo Total 1,  Cenário 2: alargamento do pr.  MEEF&FEEF  FMI  Custo Total 1,  Cenário 2: alargamento do pr.	0 0 0 ess azo médio o 388 1, 0 388 1, azo médio o 805 0	0 0 0 347 0 3347 0 0 387 100s em 781	0 0 0 1,307 0 1,307 0 1,307 758 0	0 0 0 0 1,267 0 1,267 0 1,267 0 ara 30 and 735 0	0 0 0 1,227 0 1,227 0 1,227 0s com 10 a 712 0	0 0 0 anos de car 1,188 0 1,188 anos de car 689	0 0 0 encia 1,150 0 1,150 encia e red	0 0 0 1,111 0 1,111 ução da tay	0 0 0 1,074 0 1,074 ta de juros	0 0 0 1,036 0 1,036 em 1.1% (=	0 0 0 1,000 0 1,000 e à redução	0 0 0 964 0 964 dos custos	0 0 0 928 0 928 c da Grécial	17,529 5,240 <b>22,769</b> 22,549 5,240 <b>27,788</b> )	Varia custos co	ação dos om juros %PIB
Condições actuais  MEEF&FEEF  FMI  Custo Total  Renegociação das condiçõe  Cenário 1: alargamento do pr.  MEEF&FEEF  1,  FMI  Custo Total  1,  Cenário 2: alargamento do pr.  MEEF&FEEF  FMI  Custo Total  Cenário 3: alargamento do pr.	0 0 0 88s azo médio (3,388 1, 0 3888 1, azo médio (3,805 0	0 0 0 347 0 347 0 781 0	0 0 0 1,307 0 1,307 0 1,307 opréstimos p 758 0 758	0 0 0 1,267 0 1,267 0 1,267 0 735 0 735	0 0 0 1,227 0 1,227 0s com 10 a 712 0 712	0 0 0 anos de car 1,188 0 1,188 anos de car 689 0	0 0 0 encia 1,150 0 1,150 encia e red 667 0	0 0 1,111 0 1,111 ução da tay 644 0	1,074 0 1,074 a de juros 622 0	0 0 0 1,036 0 1,036 em 1.1% (= 601 0	0 0 0 1,000 0 1,000 à redução 580 0	964 0 964 0 964 dos custos 559 0	928 0 928 0 928 6 da Grécia 538 0	17,529 5,240 <b>22,769</b> 22,549 5,240 <b>27,788</b> ) 13,072 5,240 <b>18,312</b>	5,020 -4,457 -4,457	ação dos om juros %PIB
Condições actuais  MEEF&FEEF  FMI  Custo Total  Renegociação das condiçõe  Cenário 1: alargamento do pr.  MEEF&FEEF  1,  FMI  Custo Total  1,  Cenário 2: alargamento do pr.  MEEF&FEEF  FMI  Custo Total  Custo Total  Custo Total  1,  Cenário 3: alargamento do pr.  MEEF&FEEF  FMI  Custo Total  Custo Total	0 0 0 88s azo médio o 388 1, 0 388 1, azo médio o 805 0 805 azo médio o 0	0 0 0 347 0 347 0 781 0 7781	0 0 0 1,307 0 1,307 0 1,307 préstimos p 758 0 758 npréstimos p	0 0 0 1,267 0 1,267 0ara 30 and 735 0 735 para 30 and 975	0 0 0 1,227 0 1,227 0s com 10 a 712 0 712 0s 944	0 0 0 anos de car 1,188 0 1,188 anos de car 689 0	0 0 0 encia 1,150 0 1,150 encia e red 667 0	0 0 0 1,111 0 1,111 ução da tax 644 0 644	1,074 0 1,074 a de juros 622 0 622	0 0 0 1,036 0 1,036 em 1.1% (= 601 0 601	0 0 0 1,000 0 1,000 à redução 0 580	964 0 964 0 964 dos custos 559 0	928 0 928 0 928 6 da Grécia 538 0 538	17,529 5,240 22,769 22,549 5,240 27,788 ) 13,072 5,240 18,312	5,020 -4,457	ação dos om juros %PIB
Condições actuais  MEEF&FEEF FMI  Custo Total  Renegociação das condiçõe  Cenário 1: alargamento do pr.  MEEF&FEEF 1, FMI  Custo Total 1, Cenário 2: alargamento do pr.  MEEF&FEEF FMI  Custo Total  Custo Total  Cenário 3: alargamento do pr.  MEEF&FEEF FMI  Custo Total  Cenário 3: alargamento do pr.	0 0 0 28S azo médio o 388 1, 0 388 1, azo médio o 805 0 805 azo médio o 805	0 0 0 347 0 347 0 781 0	0 0 0 1,307 0 1,307 0 1,307 opréstimos p 758 0 758	0 0 0 1,267 0 1,267 0 1,267 0 735 0 735	0 0 0 1,227 0 1,227 0s com 10 a 712 0 712	0 0 0 anos de car 1,188 0 1,188 anos de car 689 0	0 0 0 encia 1,150 0 1,150 encia e red 667 0	0 0 1,111 0 1,111 ução da tay 644 0	1,074 0 1,074 a de juros 622 0	0 0 0 1,036 0 1,036 em 1.1% (= 601 0	0 0 0 1,000 0 1,000 à redução 580 0	964 0 964 0 964 dos custos 559 0	928 0 928 0 928 6 da Grécia 538 0	17,529 5,240 <b>22,769</b> 22,549 5,240 <b>27,788</b> ) 13,072 5,240 <b>18,312</b>	5,020 -4,457 -4,457	ação dos om juros %PIB

De acordo com as hipóteses assumidas, estima-se que nos dez anos de carência de juros Portugal reduziria os encargos com a dívida em cerca de 1.3 mil milhões de euros, em termos médios anuais, aliviando as necessidades de financiamento brutas da economia portuguesa no período de reestruturação da economia e do sector público em particular. Mas, o custo com juros associados ao programa de ajuda financeira agravar-se-á, na medida em que os juros relativos ao período de carência serão acumulados no saldo em dívida, aumentando o valor dos juros a pagar no futuro. Na melhor das hipóteses, o aumento dos custos com juros será de 5 mil milhões de euros (valor actual líquido), o que de acordo com o cenário do BPI para a economia portuguesa em 2013, representa 3% do PIB.



## Opinião

Mas o efeito de agravamento dos custos com os juros resultantes do alargamento das maturidades médias dos empréstimos do MEEF e FEEF, é mais do que compensado pelos ganhos obtidos com o adiamento da amortização dos respectivos empréstimos. Considerando-se a alteração do prazo médio destes empréstimos para 30 anos, o benefício actualizado associado seria de 15 mil milhões de euros, ou seja 9% do PIB, no caso de renegociação do prazo, incluíndo o periodo de carência de juros, e da taxa de juro, o benefício seria de 10.5 mil milhões de euros, ou seja 6.3% do PIB.

	0441 4				lana da la		loro and a dadal		
	Custo actual do empréstimo em milhões de euros		Impacto nos .	uros	Impacto no	capitai	Impacto total		
	Juros	Capital	milhões de euros	% do PIB	milhões de euros	% do PIB	milhões de euros	% do PIB	
Condições actuais	17,529	38,767	-	-	-	-	-	-	
Cenário 1: alargamento do prazo médio dos empréstimos para 30 anos com									
10 anos de carência	22,549	30,930	5,020	3.0%	-7,837	-4.7%	-2,817	-1.7%	
Cenário 2: alargamento do prazo médio dos empréstimos para 30 anos com 10 anos de carência e redução da taxa de juros em 1.1% (= à redução dos custos da Grécia)	13.072	28.313	-4.457	-2.7%	-10.454	-6.3%	-14.911	-9.0%	
	13,072	28,313	-4,457	-2.1%	-10,454	-0.3%	-14,911	-9.0%	
Cenário 3: alargamento do prazo médio dos									
empréstimos para 30 anos	31,288	23,792	13,759	8.3%	-14,975	-9.0%	-1,215	-0.7%	

Fonte: BPI.

Resumidamente, a aceitação por parte dos parceiros europeus do pedido de Portugal, resultará em qualquer dos cenários num benefício para Portugal, na medida em que o benefício associado ao alargamento dos prazos médios dos empréstimos supera o agravamento dos custos com juros. A renegociação das condições dos empréstimos do MEEF/FEEF trará para Portugal um benefício mínimo (juros+capital) de 1.2 mil milhões de euros, ou seja 0.7% do PIB. No caso de revisão da taxa de juro, o benefício elevar-se-á para 14.9 mil milhões de euros, ou seja 9% do PIB.

Face, as hipóteses consideradas, parece mais razoável que a renegociação ocorra tendo por base o cenário 1, o qual permite um ganho para Portugal, sem prejuizo das condições dos emprestadores. Para além do impacto na alteração das condições do empréstimo. Portugal beneficiaria também da redução das necessidades brutas de financiamento no periodo de carência.