

Condições de Mercado

**1 Em janeiro, as yields da dívida pública a 10 anos diminuiram na maioria dos países da área do euro.** O mês de janeiro foi caracterizado por diversos acontecimentos com consequências diretas na perceção de risco dos investidores relativamente à dívida soberana. Nos primeiros dias do mês foram concretizados diversos leilões de dívida pública que beneficiaram de taxas de cupão mais baixas que as registadas em anteriores ocasiões. Para este resultado terá contribuído a liquidez cedida em dezembro pelo Banco Central Europeu aos bancos da área do euro no âmbito do programa LTRO (*Longer-term Refinancing Operations*), no montante de 489 M€, por um prazo de 3 anos.

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

	31 Dez 2009	31 Dez 2010	30 Dez 2011	30 Jan 2012	Var. mensal Janeiro	Var. em 2011
Grécia	2,4	9,5	29,8	29,1	-0,7	20,3
<b>Portugal</b>	<b>0,7</b>	<b>3,6</b>	<b>11,5</b>	<b>15,6</b>	<b>4,1</b>	<b>7,9</b>
Itália	0,8	1,9	5,3	4,3	-1,0	3,4
Espanha	0,6	2,5	3,2	3,2	0,0	0,7
França	0,2	0,4	1,3	1,2	-0,1	0,9
Irlanda	1,5	6,0	6,6	5,4	-1,2	0,6

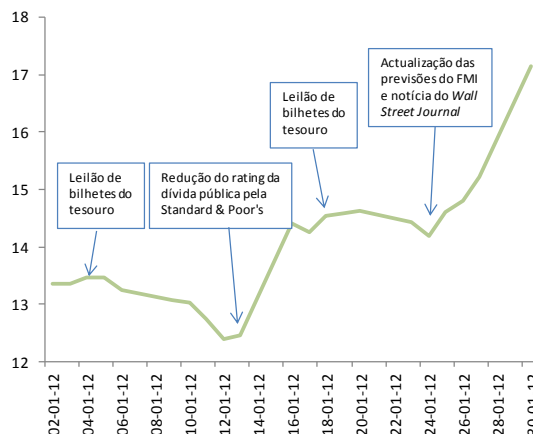
Fonte: Bloomberg (online). | Nota: No caso da Irlanda foram utilizadas as taxas de rendibilidade das obrigações com maturidade a 9 anos, pois as congéneres a 10 anos deixaram de ter benchmark nesta fonte desde o dia 11 de Outubro.

**2 A agência Standard & Poor's (S&P) reviu em baixa a notação da dívida pública de diversos países da área do euro, colocando a dívida pública portuguesa na categoria de "investimento especulativo".** De acordo com a avaliação de risco realizada por esta agência a 13 de janeiro, as iniciativas da governação europeia para responder à crise da dívida soberana não têm sido suficientes. Essa incapacidade de resposta dever-se-á ao não reconhecimento da principal causa da crise: os elevados desequilíbrios externos resultantes das diferenças entre a competitividade externa do centro e da periferia da área do euro. Assim sendo, de acordo com a S&P, o processo de ajustamento baseado unicamente na correção dos desequilíbrios orçamentais correrá o risco de se tornar contraproducente.

**3 A S&P considera que o processo de reestruturação da dívida pública grega pode contribuir para afastar investidores externos da dívida pública portuguesa,** reduzindo a probabilidade de regresso às emissões no mercado da dívida pública de médio e longo prazo, em meados de 2013. A rápida deterioração das condições nos mercados financeiros e a incerteza quanto à capacidade de gestão da crise a nível europeu também pesaram nas reduções da notação de risco. O principal risco antecipado pela S&P para Portugal é o de vir a ocorrer uma alienação mais acelerada de ativos nacionais pelos bancos europeus nos próximos dois anos, impondo uma restrição ainda mais forte ao financiamento do sector privado residente. A S&P invoca também fatores de ordem interna para a redução da notação de risco, designadamente a elevada dívida pública e o fraco crescimento potencial da economia portuguesa.

**4 O Outlook da S&P para a dívida portuguesa permanece negativo tendo sido atribuída uma probabilidade de 1/3 a uma nova redução de rating nos próximos 12 meses.** De acordo com esta agência, uma contração mais acentuada da atividade económica em Portugal poderá dar origem à degradação do contexto institucional interno, por ora favorável. Em particular, a necessidade de uma consolidação orçamental mais profunda, sem perspetiva de retoma do crescimento económico, conduziria ao aumento do desemprego, o qual afetaria a coesão social e o atual apoio político ao programa de assistência (PAF). A S&P anunciou ainda que poderá baixar o rating caso se verifique um aumento substancial dos encargos com a dívida pública, motivado pela recapitalização do sistema bancário. Pelo contrário, o rating estabilizará no nível atual caso o acordo de assistência financeira seja cumprido, designadamente no que se refere à implementação de reformas estruturais que aumentem o potencial de crescimento económico. Por fim, a agência avalia como positiva a venda de ativos por parte do sector público e privado, pois a mesma gerará um fluxo de entrada de fundos que suavizará as atuais restrições ao financiamento externo.

**Gráfico 1 – Yields das Obrigações do Tesouro portuguesas a 10 anos** (em percentagem)



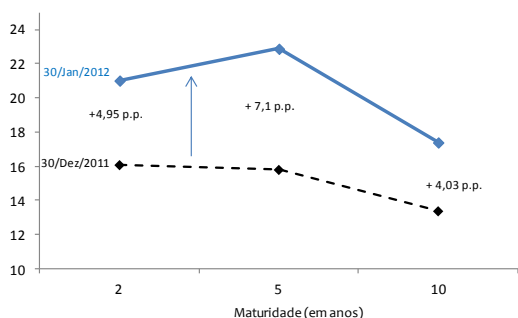
Fonte: Bloomberg (online).

**5 O FMI reviu em baixa as previsões para a economia mundial e, mais vincadamente, para a área do euro em 2012.** O FMI reduziu as suas previsões de crescimento para a economia mundial para 3,3% em 2012, 0,7 p.p. abaixo da anterior estimativa. Para a área do euro, o FMI prevê uma contração de 0,5% em 2012, o que contrasta com o crescimento de 1,1% estimado em setembro. O FMI justifica a revisão das previsões para a área do euro com o aumento das taxas de juro das dívidas soberanas, com os efeitos da desalavancagem dos bancos no crescimento das economias e com o impacte da consolidação orçamental adicional. Não foram atualizadas as estimativas para Portugal, mas no que se refere aos principais destinos das exportações nacionais o FMI prevê: uma contração do PIB de 1,7%, no caso da Espanha; um crescimento (revisado em baixa) de 0,6% para o Reino Unido, 0,3% para a Alemanha e 0,2% para a França. Para os Estados Unidos, o FMI mantém a previsão de crescimento em 1,8% para 2012.

## 6 A especulação em torno da necessidade de um novo pacote de ajuda a Portugal poderá ter estado na origem de subidas muito significativas das yields da dívida pública.

No dia 24 de Janeiro, o *Wall Street Journal* publicou um artigo que alertava para a eventualidade de uma revisão ao programa de assistência financeira a Portugal, fazendo com que esse receio ganhasse uma dimensão à escala internacional. Uma das principais fontes do artigo foi um relatório do IIF – *Institute of International Finance* (entidade que representa os credores privados nas negociações para a reestruturação da dívida grega) que questionava a capacidade de Portugal recorrer ao mercado da dívida pública (de médio e longo prazo) para se refinarar no segundo semestre de 2013. Em causa estará a preocupação de que uma revisão ao programa de assistência implique perdas para os investidores privados, à semelhança do previsto para a Grécia. A pressão vendedora em mercado secundário levou a que as yields das obrigações do tesouro portuguesas atingissem valores máximos. A título de exemplo, as yields das obrigações com uma maturidade a 5 anos registaram um aumento de 7,1 p.p. durante o mês de janeiro de 2011.

Gráfico 2 – Curva de rendimentos das Obrigações do Tesouro portuguesas (em percentagem)



Fonte: Bloomberg (online).

## 7 A dificuldade em chegar a um acordo para a participação dos investidores privados na reestruturação da dívida pública grega também tem causado uma instabilidade adicional nos mercados da dívida pública.

Estão em curso negociações entre o governo grego, o Eurogrupo e os investidores privados, representados pelo IIF – *Institute of International Finance*. Em negociação está a substituição dos atuais por novos títulos de dívida na posse dos credores privados, com metade do valor nominal, por um prazo mais alargado (30 anos) e por uma taxa de cupão mais baixa (em torno de 3,5%). Com a reestruturação da dívida grega pretende-se uma redução do endividamento de 160% do PIB para 120% em 2020. Esta reestruturação foi colocada como condição pelos governos europeus para aceitar um novo programa de assistência de 130 mil M€ que permita assegurar o financiamento da dívida pública grega até 2014. Com este plano de reestruturação os investidores privados poderão vir a abdicar voluntariamente de metade dos 200 mil M€ de dívida pública grega que têm nas suas carteiras.

8 Na recente reunião do Conselho Europeu estabeleceram-se os termos do Tratado sobre a Estabilidade, a Coordenação e a Governação na União Económica e Monetária, a ser assinado em Março, bem como os termos do tratado que cria o Mecanismo Europeu de Estabilidade a entrar em vigor em julho de 2012. Pretende-se que este mecanismo de resolução de crises financeiras contribua para aumentar a estabilidade da área do euro. Ainda no âmbito desta reunião foi reafirmado que a UE continuará a apoiar os países sujeitos a um programa de assistência financeira, até que estes

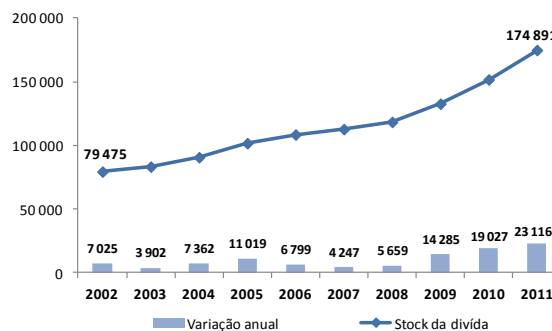
voltem a ter acesso ao mercado da dívida pública de médio e longo prazo, desde que os respetivos programas sejam aplicados com êxito.

## Movimento da Dívida Pública

### 9 O stock da dívida direta do Estado registado no final de 2011 foi superior ao estimado no relatório do OE/2012.

No final de 2011, aquele stock cifou-se em 174 891 M€ (101,8% do PIB), tendo excedido em 1760 M€ a estimativa que consta do relatório do OE/2012. Com efeito, a dívida pública continuou a seguir uma trajetória ascendente, mais acentuada nos últimos três anos, período em que se registou um aumento de 56 mil M€. Em 2011, o stock da dívida aumentou 23 mil M€ (15,2%) face ao verificado no final de 2010, o maior crescimento anual registado na última década. Note-se, porém, que aquela variação homóloga seria de 16,2 mil M€ (10,7%) caso fossem subtraídos os depósitos do Estado, no final de 2011, junto do Banco de Portugal (4,7 mil M€) e de outras instituições financeiras (2,6 mil M€). Com efeito, no final de 2011, o montante daqueles depósitos foi bastante superior ao registado em anos anteriores, facto que decorre da “almofada de liquidez” gerada pelos empréstimos da UE/FMI.

Gráfico 3 – Evolução do stock da dívida direta do Estado na última década (em milhões de euros)



Fonte: IGCP e cálculos da UTAO. | Nota: \* Estimativa para 2011 (OE/2012).

10 O aumento do stock da dívida direta do Estado no mês de dezembro foi bastante menos significativo do que o verificado no mês homólogo de 2009 e de 2010. O stock da dívida aumentou 0,1% face ao final de novembro. Esse incremento deveu-se exclusivamente às emissões no âmbito do PAF, uma vez que o stock de dívida titulada e dívida não titulada diminuiu, em ambos os casos, cerca de 2 mil M€. Ainda assim, o aumento registado no mês de dezembro (204 M€) foi bastante inferior ao verificado no mês homólogo de 2009 (2,5 mil M€) e de 2010 (4 mil M€), facto que não será alheio à liquidez financeira decorrente de Portugal se encontrar presentemente ao abrigo de assistência financeira externa.

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

	Dez-10	Nov-11	Dez-11	Tvh (%)
Titulada	134 242	127 774	125 743	-6,3
Curto prazo	24 946	19 333	17 236	-30,9
Médio e longo prazo	109 296	108 441	108 507	-0,7
Não titulada	17 533	15 188	13 284	-24,2
Cert. Aforro	15 471	11 651	11 384	-26,4
Cert. do Tesouro	685	1 293	1 308	90,9
Outra	1 377	2 244	592	-57,0
Assist. Financeira	0	31 725	35 862	:
<b>Total</b>	<b>151 775</b>	<b>174 687</b>	<b>174 891</b>	<b>15,2</b>
Por memória:				
Transaccionável	129 354	122 792	121 670	-5,9
Não Transaccionável	22 420	51 894	53 220	:
Euro	149 435	162 097	159 136	6,5
Não euro	2 340	12 590	15 755	:

Fonte: IGCP. Cálculos da UTAO.

Nota: Os stocks, incluindo os empréstimos recebidos ao abrigo do programa de assistência financeira, encontram-se valorizadas em

termos nominais, exceto os títulos emitidos a desconto, que estão expressos ao valor descontado.

**11 Decorridos oito meses desde o seu início, o financiamento no âmbito do PAF já totaliza mais de metade do montante total destinado às administrações públicas.** No âmbito da 3.ª tranche do empréstimo a Portugal, ocorreram desembolsos de verbas em dezembro/2011 e janeiro/2012, no montante total de 8080 M€, ao valor de encaixe. Com efeito, foram desembolsados 3847 M€ em dezembro passado (2866,6 M€ provenientes do FMI e 980,4 M€ do FEEF) e 4233 M€, por parte da UE, já no decurso do corrente mês. Assim, até à presente data, o financiamento recebido ao abrigo do PAF totaliza 38,4 mil M€, equivalente a 58,3% do financiamento total destinado às administrações públicas (66 M€, não incluindo 12 mil M€ para reforço do sistema financeiro), representando 22% do total da dívida direta do Estado.

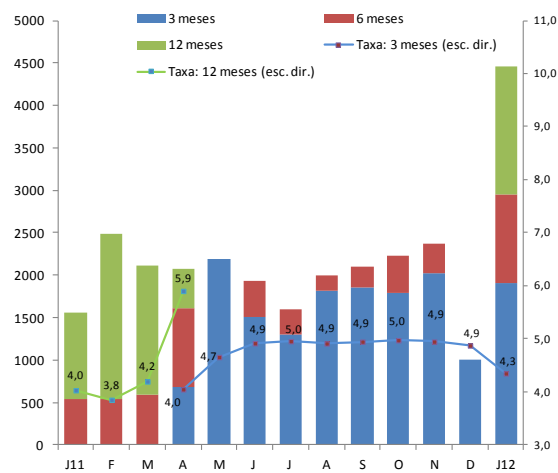
**Tabela 3 – Empréstimos no âmbito do Programa de Assistência Financeira** (valor de encaixe, em milhares de milhões de euros)

	2011		2012	
	Executado	Previsto	Executado	Previsto
<b>TOTAL</b>	<b>34,2</b>	<b>33,0</b>	<b>4,2</b>	<b>30,3</b>
FMI	13,1	12,9	0,0	8,3
U.E.	21,1	20,1	4,2	22,0
MEEF	14,1	14,1	1,5	8,3
FEEF	7,0	6,0	2,7	13,7

Fontes: IGCP (valores recebidos até 31/1), Relatório do OE 2012. Notas: i) FEEF - Fundo Europeu de Estabilidade Financeira; MEEF - Mecanismo Europeu de Estabilidade Financeira. ii) O montante efetivamente recebido em 2011 difere do indicado na Tabela 2 por não incluir a margem exigida pelo FEEF acima do seu custo de financiamento, mais/menos valias e variações cambiais.

**12 Os leilões de dívida realizados em janeiro incluíram uma emissão a 11 meses, o que já não sucedia desde a data do pedido de assistência financeira.** Em janeiro de 2012, o IGCP realizou quatro leilões de BT, tendo colocado um total de cerca de 4,5 mil M€. Este montante, bastante mais elevado face ao que foi colocado mensalmente ao longo de 2011, incluiu 1,5 mil M€ relativos a um leilão adicional com um prazo mais longo (11 meses), que não se encontrava previsto no programa de financiamento, mas que foi convocado "devido a procura específica por parte de investidores". Note-se que já não era emitida dívida a um prazo superior a 6 meses desde a data do pedido de assistência financeira (Abril/2011).

**Gráfico 4 – Emissões de BT e respetivas taxas de juro médias desde Janeiro/2011** (em milhões de euros e em percentagem)



Fonte: IGCP.

**13 As taxas médias das emissões de dívida efetuadas em janeiro diminuíram consideravelmente face às das últimas emissões análogas.** Apesar de 3 dos 4 leilões de janeiro terem sido realizados já após a *Standard & Poor's* ter descido o *rating* da dívida pública portuguesa para a categoria de "investimento especulativo" ("junk"), as taxas médias baixaram consideravelmente face às das últimas emissões análogas: a taxa implícita da emissão a 11 meses registou uma descida de quase 1 p.p. e as taxas das emissões a 3 meses, que ultimamente se haviam situado ligeiramente abaixo dos 5%, recuaram cerca de 0,5 p.p., descida semelhante à que se verificou na linha a 6 meses.

**Tabela 4 – Emissões de dívida pública em janeiro/2012**

Maturidade	Abr-12	Abr-12	Jul-12	Dez-12
Data da Transacção	04-Jan	18-Jan	18-Jan	18-Jan
Prazo	3 meses	3 meses	6 meses	11 meses
Montante Colocado (M€)	1 222	688	1 041	1 508
Montante de Procura (M€)	2 391	2 017	2 240	2 678
<b>Taxa média (%)</b>	<b>4,346</b>	<b>4,346</b>	<b>4,740</b>	<b>4,986</b>
Por memória: emissão anterior com maturidade equivalente (%)	Dez-11	Jan-12	Nov-11	Abr-11
	4,873	4,346	5,250	5,902

Fonte: IGCP. Cálculos da UTAO.

**14 Em 2011, os resgates líquidos de certificados de aforro excederam largamente a previsão inicial, ficando praticamente em linha com o estimado no OE/2012.** Os resgates líquidos acumulados desde o início de 2011 totalizaram 4087 M€, tendo ficado muito acima da previsão de 500 M€ inscrita no relatório do OE/2011 e em linha com a estimativa atualizada no âmbito do relatório do OE/2012 (4080 M€). Por outro lado, as subscrições líquidas de certificados do tesouro totalizaram apenas 623 M€ em 2011, um montante praticamente igual ao obtido nos primeiros 6 meses após a criação deste instrumento. O respetivo *stock* ascendeu a 1308 M€ no final de 2011, ficando 657 M€ acima da previsão inicial, mas 119 M€ abaixo do estimado no relatório do OE/2012. Assim, considerando os saldos de final de ano destes dois instrumentos, o resgate líquido foi de 3464 M€ em 2011.

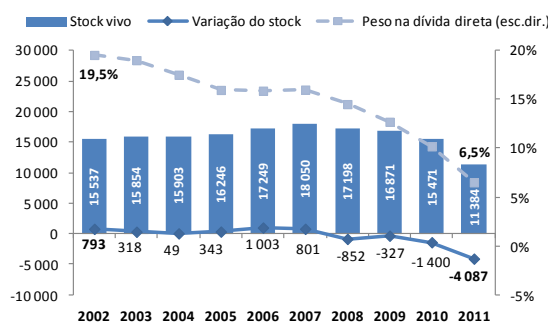
**Tabela 5 – Stock de certificados de aforro e do tesouro: desvios face ao OE/2011 e à estimativa para 2011** (em milhões de euros)

Designação	2011			Desvios	
	Dezembro	OE inicial	Estimativa (OE/2012)	face ao OE inicial	face à Estim. (OE/2012)
	(1)	(2)	(3)	(1) - (2)	(1) - (3)
Certificados de Aforro	11 384	15 866	11 390	-4 482	-6
Certificados do Tesouro	1 308	651	1 427	657	-119

Fonte: IGCP. Cálculos da UTAO.

**15 Na última década, o peso dos certificados de aforro no stock de dívida direta do Estado diminuiu 1/3.** O *stock* deste instrumento de dívida cifrou-se em 11 384 M€ no final de 2011. O seu peso no *stock* de dívida direta do Estado diminuiu para 6,5%, 1/3 do registado há 10 anos. Este comportamento traduz uma perda de interesse dos aforradores por este produto financeiro, provavelmente refletindo as alterações à sua taxa de rentabilidade.

**Gráfico 5 – Evolução do stock de certificados de aforro nos últimos 10 anos** (em milhões de euros e em percentagem)

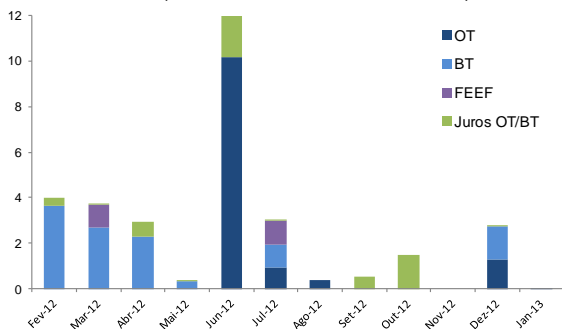


Fonte: IGCP e cálculos da UTAO.

**16 Em 2011, a previsão de aplicação da receita de privatizações na amortização de dívida não se concretizou.** No relatório do OE/2011 encontrava-se prevista a aplicação de 1683 M€ na amortização de dívida, com contrapartida na receita de privatizações. Esse montante foi entretanto revisto em baixa, no âmbito do relatório do OE/2012, para 600 M€. Porém, apesar de esse encaixe (decorrente da privatização da EDP) se ter concretizado em dezembro de 2011, a síntese da execução orçamental, publicada pela DGO no dia 20 de janeiro, refere que essa receita apenas será aplicada na amortização da dívida no exercício de 2012.

**17 As amortizações de dívida nos próximos doze meses corresponderão a aproximadamente 21% do stock de dívida transacionável.** Nesse período, as necessidades de financiamento decorrentes da amortização de dívida (viva) totalizarão cerca de 25,6 mil M€. Desse montante, cerca de 11,5 mil M€ estão relacionados com a amortização de BT (a maior parte já nos próximos 3 meses) e cerca de 12,8 mil M€ relativos à amortização de OT (dos quais cerca de 10 mil M€ se vencem em junho). Àqueles valores acrescerá ainda o pagamento de juros de OT (cerca de 4,7 mil M€) e de BT vivos (0,3 mil M€).

**Gráfico 6 – Amortização e pagamento de juros nos próximos 12 meses** (em milhares de milhões de euros)

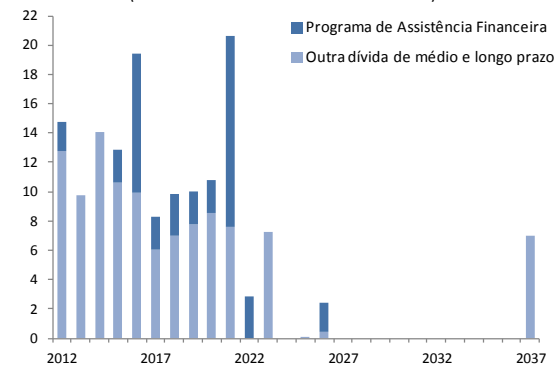


Fonte: IGCP. | Nota: Consideram-se apenas as amortizações relativas ao stock da dívida viva (e após swaps), não se efetuando qualquer estimativa para os montantes e as datas de amortização das futuras emissões.

**18 Considerando apenas o stock da dívida existente, será expectável uma amortização de dívida na ordem dos 140,8 mil M€ até 2023.** Cerca de metade daquele montante deverá ser amortizado 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 expressivas deverão ocorrer em 2016 e em 2021 (aproximadamente 20 mil M€ em ambos os casos), influenciadas pelas amortizações dos empréstimos no âmbito do PAF (cerca de 9,6 e 13 mil M€, respetivamente).

**Gráfico 7 – 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.

**19 Apesar da dotação de “Juros e outros encargos” ter sido reforçada no final do ano, a sua execução ficou aquém da previsão inicial para 2011.** De acordo com a referida síntese da DGO (ótica da contabilidade pública), a despesa do subsector Estado com aqueles encargos totalizou 6039 M€ em 2011. Apesar da dotação dos juros ter sido reforçada na sequência da aprovação da 2.ª alteração ao OE/2011, o montante pago ficou 261 M€ abaixo da previsão inicial (menos 333 M€ do que a dotação aprovada pela Lei n.º 60-A/2011, de 30 de novembro). De acordo com a DGO, estes desvios favoráveis ter-se-ão ficado a dever ao aumento dos juros recebidos das aplicações resultantes de excedentes de tesouraria mais elevados do que o antecipado, bem como à redução dos encargos com comissões devidas no âmbito do PAF. Os referidos efeitos não foram, contudo, devidamente quantificados pela DGO.

A título informativo, apresenta-se de seguida um resumo dos diversos conceitos de dívida pública, respetivos valores, características e fontes.

**Tabela 6 – Conceitos de Dívida Pública**

		Dez-10	Set-11	Dez-11	Principais Características					Fonte
					Valorização	Instrumentos	Investidores	Sectores	Consolidação	
Dívida Pública de Maastricht	em M€	161 257	189 700	nd	Valor nominal	Numerário, Depósitos, Empréstimos e Títulos de Dívida	Todos	Todos os subsectores	Sim	Banco de Portugal e Eurostat
	em % do PIB	93,4%	110,4%	nd						
Dívida Direta do Estado	em M€	151 775	178 165	174 891	Valor nominal	Numerário, Depósitos, Empréstimos e Títulos de Dívida	Todos	Subsetor Estado	Não	IGCP
	em % do PIB	87,9%	103,6%	101,8%						
Dívida das Administrações Públicas em Contabilidade Nacional (consolidada)	em M€	168 294	176 827	nd	Valor de mercado	Todos os instrumentos de dívida (inc. dívida a fornecedores)	Todos	Todos os subsectores	Sim	Banco de Portugal e Eurostat
	em % do PIB	97,5%	102,9%	nd						
Dívida das Administrações Públicas em Contabilidade Nacional (não consolidada)	em M€	187 928	194 943	nd	Valor de mercado	Todos os instrumentos de dívida (inc. dívida a fornecedores)	Todos	Todos os subsectores	Não	Banco de Portugal e Eurostat
	em % do PIB	108,9%	113,4%	nd						
Dívida Externa Bruta das Administrações Públicas	em M€	96 448	100 491	nd	Valor de mercado	Todos os instrumentos de dívida (inc. dívida a fornecedores)	Não residentes	Todos os subsectores	Não	Banco de Portugal, FMI e Banco Mundial
	em % do PIB	55,9%	58,5%	nd						

Nota: A estimativa utilizada para o PIB de 2011 é de 171,8 mil M€ e corresponde à que consta do Programa de Assistência Financeira – 2nd review – Autumn/11. Para mais informação podem ser consultados os seguintes endereços eletrónicos: <http://dsbb.imf.org/Pages/SDS/DOAFBase.aspx?ctycode=PRT&catcode=EXD00> <http://www.bportugal.pt/pt-PT/Estatisticas/PublicacoesEstatisticas/BolEstatistico/Paginas/BoletimEstatistico.aspx> ; <http://www.igcp.pt/gca/?id=86> [http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/government\\_finance\\_statistics/introduction](http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/government_finance_statistics/introduction) <http://web.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/DATASTATISTICS/EXTDECQEDS/0,,contentMDK:20721958~menuPK:4704607~pagePK:64168445~piPK:64168309~theSitePK:1805415,00.html>