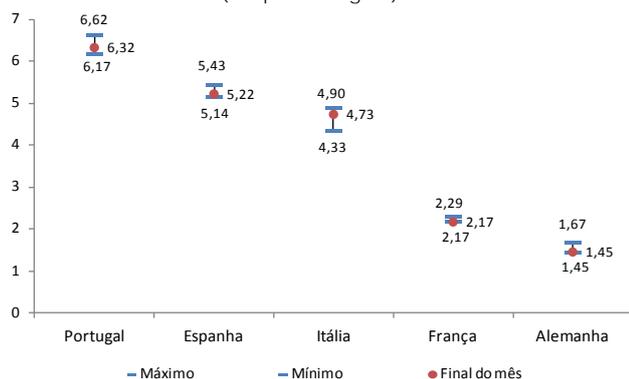


Condições de mercado

1 O sentimento no mercado secundário da dívida pública oscilou entre períodos de otimismo e de pessimismo durante o mês de fevereiro. No que diz respeito a Portugal, as *yields* das OT a 10 anos oscilaram entre 6,2 e 6,6% em fevereiro, fixando-se em 6,3% no final do mês (um pouco acima do verificado no final de janeiro). No que se refere ao *spread* face à Alemanha, este aumentou 0,4 p.p. nos títulos com maturidade a 10 anos.

Gráfico 1 – Intervalo de variação das *yields* no mês de fevereiro (em percentagem)



Fonte: Bloomberg (online). | Nota: para títulos de dívida com maturidade a 10 anos.

Tabela 1 – Spread de títulos de dívida a 10 anos face à Alemanha (em pontos percentuais)

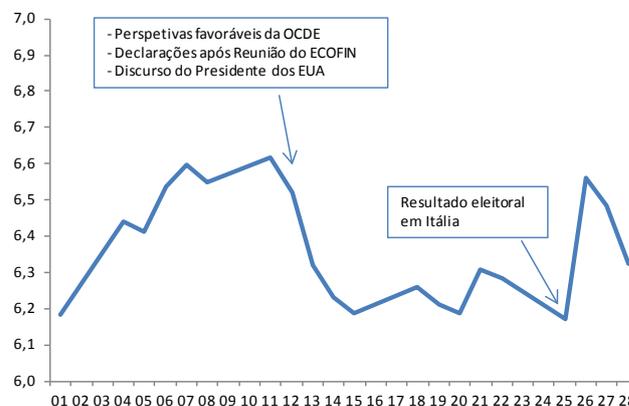
	31 dez 2009	31 dez 2010	30 dez 2011	31 dez 2012	31 jan 2013	28 fev 2013	Var. mensal	Var. desde o início do ano
Espanha	0,6	2,5	3,2	3,9	3,5	3,6	0,1	-0,3
França	0,2	0,4	1,3	0,7	0,6	0,7	0,1	0,0
Portugal	0,7	3,6	11,5	5,7	4,4	4,9	0,4	-0,8
Irlanda	1,5	6,0	6,6	3,2	nd	nd	nd	nd
Itália	0,8	1,9	5,3	3,2	2,6	3,3	0,6	0,1
Grécia	2,4	9,5	29,8	10,4	8,9	9,4	0,6	-0,9

Fonte: Bloomberg (online). | Nota: o *spread* refere-se ao diferencial face à Alemanha para títulos de dívida com maturidade a 10 anos.

2 Após uma subida das *yields* no primeiro terço do mês, um conjunto de fatores contribuiu para um sentimento de otimismo que se fez sentir praticamente até ao final de fevereiro, com destaque para os indicadores da OCDE, a reunião do ECOFIN e as declarações do presidente dos EUA. A OCDE divulgou os indicadores compósitos, que identificam a tendência de melhoria ou de abrandamento da atividade económica, os quais perspetivaram a recuperação da atividade económica em Portugal num futuro próximo, assim como para a Irlanda e para a Grécia, tendo no entanto revisto em baixa as perspetivas para a economia espanhola. À margem da reunião do ECOFIN do dia 12 de fevereiro, o comissário europeu dos Assuntos Económicos afirmou que continuarão os trabalhos no sentido de proporcionar um regresso bem-sucedido aos mercados por parte dos países que se encontram ao abrigo de programas de assistência financeira. Por fim, as declarações do Presidente dos EUA sobre o início das conversações para a criação de uma zona de comércio livre entre os Estados Unidos e a Europa, por ocasião do discurso do Estado da União, também

contribuíram para um clima de otimismo generalizado nos mercados financeiros.

Gráfico 2 – Evolução mensal das *yields* da dívida pública portuguesa (em pontos percentuais)



Fonte: Bloomberg (online). | Nota: para títulos de dívida com maturidade a 10 anos.

3 No final de fevereiro, o resultado das eleições legislativas em Itália contribuiu para reverter temporariamente o sentimento de otimismo. A perspetiva de um impasse político em Itália, em resultado das eleições legislativas, teve consequências generalizadas nos mercados secundários da dívida pública. Com efeito, esta perspetiva terá feito renascer os receios de um reacendimento da crise da dívida soberana na Europa.

4 Durante o mês de fevereiro, foram conhecidas as projeções de inverno da Comissão Europeia e as estatísticas (provisórias) do Banco de Portugal para a dívida pública de 2012. No relatório de inverno, a Comissão Europeia aponta para que, em 2013, o défice orçamental atinja os 4,9% do PIB em contas nacionais, um valor superior (em 0,4 p.p.) à meta de 4,5% que tinha sido acordada com o Governo e que se encontra subjacente ao OE/2013 aprovado. A Comissão Europeia refere que essa revisão prende-se com o efeito que piores perspetivas ao nível do consumo e do mercado de trabalho terá sobre a cobrança de receita fiscal. Relativamente à dívida pública, ocorreu uma revisão em alta face à 6.ª avaliação do PAEF, para o período entre 2012 e 2014, apontando a nova estimativa para 120,6% do PIB no final de 2012 e para um máximo de 124,7% do PIB em 2014 (ano a partir do qual se prevê uma redução gradual por efeito da consolidação orçamental e do crescimento económico). No que se refere a 2013, a projeção passou de 122,2 para 123,9% do PIB, associada, entre outros fatores não identificados, à revisão em baixa do PIB nominal. Ainda no mês de fevereiro, foram divulgados os dados do Banco de Portugal sobre a dívida pública de 2012. De acordo com essas estatísticas (ainda provisórias), a dívida na ótica de Maastricht terá atingido 203,4 mil ME no final de 2012, correspondendo a 123% do PIB.^{1, 2}

¹ Note-se que o valor publicado pelo Banco de Portugal em fevereiro nas referidas estatísticas foi de 122,5% do PIB, o qual teve por base uma estimativa própria para o PIB nominal, uma vez que os dados do INE ainda não se encontravam disponíveis nessa data. A UTAO utilizou o PIB nominal divulgado no mês de março pelo INE (165,4 mil ME), o qual tem subjacente uma revisão em baixa face a estimativas anteriores (por exemplo, o OE/2013 tem subjacente um PIB nominal para 2012 de 166,3 mil ME). Esta revisão em baixa deveu-se não apenas a uma maior contração do PIB em volume, mas também a uma redução

Movimento da dívida direta do Estado ³

5 A estimativa inicial das necessidades de financiamento líquidas do Estado em 2013 aponta para cerca de 11,5 mil M€.⁴ De acordo com o programa de financiamento da República Portuguesa para 2013, divulgado pelo IGCP, aquelas necessidades deverão ser asseguradas sobretudo através do financiamento por via dos empréstimos ao abrigo do PAEF e, em menor grau, através de emissões de dívida e outras operações de curto prazo.⁵ Saliente-se, ainda, que a receita de privatizações a aplicar, em 2013, na amortização da dívida pública deverá ascender a 1000 M€.

6 No final de janeiro de 2013, o stock da dívida direta do Estado aumentou 4892 M€ (+2,5%) face ao verificado no final do mês anterior. Esse acréscimo deveu-se maioritariamente à reabertura sindicada de uma OT a vencer em outubro de 2017 (com um valor nominal de 2500 M€) e à emissão líquida de Bilhetes do Tesouro (1754 M€).⁶ Face ao stock registado no final de janeiro do ano transato, verificou-se um aumento de 24 516 M€ (+14%), para o qual contribuíram sobretudo os desembolsos no âmbito do PAEF.

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

	Jan-12	Dez-12	Jan-13	Variação (%)	
				mensal	homóloga
Titulada	125 744	119 840	124 410	3,8	-1,1
Curto prazo	17 236	24 360	26 500	8,8	53,7
Médio e longo prazo	108 508	95 479	97 911	2,5	-9,8
Não titulada	13 289	11 665	11 666	0,0	-12,2
Cert. Aforro	11 384	9 669	9 684	0,2	-14,9
Cert. do Tesouro	1 308	1 416	1 413	-0,2	8,0
Outra	596	580	569	-1,9	-4,6
Assist. Financeira	35 862	63 013	63 334	0,5	76,6
Total	174 895	194 519	199 411	2,5	14,0
Por memória:					
Transaccionável	121 670	115 280	118 915	3,2	-2,3
Não Transaccionável	53 225	79 239	80 496	1,6	51,2
Euro	159 140	171 444	176 052	2,7	10,6
Não euro	15 755	23 075	23 358	1,2	48,3

Fonte: IGCP e cálculos da UTAO. | Nota: os stocks (incluindo os empréstimos recebidos ao abrigo do PAEF), encontram-se valorizadas em termos nominais, exceto os títulos emitidos a desconto, que se encontram ao valor descontado.

7 No mês de janeiro, a subscrição líquida de certificados de aforro e do tesouro foi positiva, o que já não sucedia há dois anos e meio. No final de janeiro de 2013, o stock de certificados de aforro ascendeu a 9684 M€.⁷ Este instrumento tem vindo a perder peso, representando agora apenas 4,9% do stock da dívida direta do Estado, um valor inferior ao que se registava há um ano (6,5%). Ainda assim, registre-se que no mês de janeiro o saldo deste instrumento de dívida voltou a registar um aumento líquido (de 15 M€), após o que já se

dos preços implícitos (ver Informação Técnica da UTAO n.º 27/2012 sobre o efeito dos erros de estimativa do deflador na dívida pública).

² Saliente-se que, deduzida dos depósitos da administração central (que foram cerca de 16,6 mil M€ no final de 2012), a dívida de Maastricht seria inferior em 10 p.p. do PIB. Esta liquidez é superior à que existiria em condições normais de acesso ao mercado da dívida pública e terá subjacente motivos de precaução. A sua eventual utilização futura, após a normalização das condições de mercado, poderá vir a possibilitar a cobertura das necessidades de financiamento, evitando o recurso a outras fontes.

³ A informação mais recente respeita ao mês de janeiro de 2013 e corresponde apenas à dívida direta do Estado, a qual difere da dívida na ótica de Maastricht.

⁴ Esse montante deverá vir a ser superior, atendendo a que a meta do défice orçamental das administrações públicas foi revista de 4,5% para 5,5% na sequência da 7.ª avaliação do PAEF.

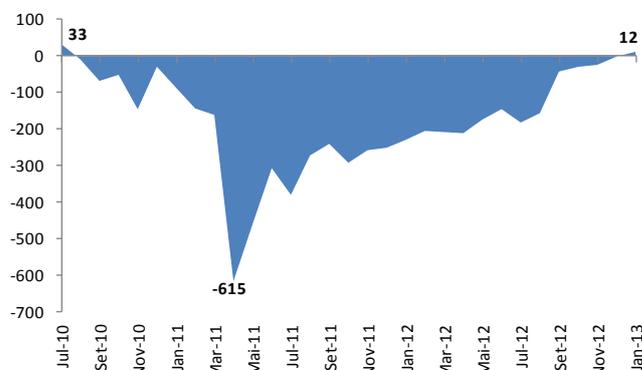
⁵ Saliente-se que recentemente o presidente do IGCP revelou que, a breve trecho, aquela instituição deverá lançar novos instrumentos de financiamento dirigidos aos investidores de retalho.

⁶ A referida emissão sindicada não estava prevista no programa de financiamento para 2013, divulgado pelo IGCP no início do ano. Tal como seria expectável, a maturidade escolhida recaiu sobre um ano (2017) em que Portugal terá menores necessidades de financiamento. Desta forma, o país terá começado a garantir a sua elegibilidade para aceder ao programa do BCE de compra de dívida pública (TMD), que pressupõe a prévia normalização do financiamento no mercado de dívida.

⁷ De acordo com o Boletim estatístico do Banco de Portugal, de fevereiro de 2013, 42,7% daquele stock respeita a capitalização acumulada, ou seja, juros devidos pelo Estado.

tinha verificado no mês anterior (1,5 M€). Já os certificados do tesouro, cujas novas subscrições se encontram suspensas,⁸ registaram resgates no valor de 3 M€. Assim, em termos globais, o saldo dos certificados de aforro e do tesouro foi positivo (em 12 M€), o que já não acontecia desde julho de 2010. Note-se que, para o conjunto do ano, encontra-se previsto um saldo positivo de 81 M€.

Gráfico 3 – Subscrição líquida de certificados de aforro e do tesouro (em milhões de euros)



Fonte: IGCP e cálculos da UTAO.

8 Em janeiro, o grau de execução da despesa do Estado com "juros e outros encargos" foi de 1,5%. De acordo com a última Síntese publicada pela DGO, a despesa do Estado com encargos da dívida totalizou 105,8 M€ no mês de janeiro. Este montante – que corresponde a um baixo grau de execução (1,5%) devido à irregularidade do seu perfil de execução intra-anual - inclui encargos decorrentes dos empréstimos ao abrigo do PAEF, no valor de 34,1 M€, dos quais 2,4 M€ a título de comissões. Refira-se que os juros recebidos de aplicações de tesouraria ascenderam a cerca de 12 M€ em janeiro, montante que foi deduzido à despesa com "juros e outros encargos". Por fim, saliente-se que, no ano transato, mais de 2/3 do total de encargos da dívida deveram-se às obrigações do tesouro, enquanto os juros e outros encargos dos empréstimos no âmbito do PAEF representaram 17% daquele total. Os juros recebidos de aplicações totalizaram 285,2 M€.

Tabela 3 – Encargos da dívida pública por instrumento
(em milhões de euros)

	Jan-13	Por memória: Total 2012
1. Juros da dívida pública	98,7	6 735,1
Bilhetes do Tesouro	12,5	571,8
Obrigações do Tesouro	0,0	4 656,5
Empréstimos PAEF	31,7	1 081,2
Certificados de Aforro e Tesouro	29,1	303,4
CEDIC/CEDIM	1,5	57,5
Juros recebidos de aplicações	-11,9	-285,2
Outros	35,8	349,9
2. Comissões	7,1	113,5
Empréstimos PAEF	2,4	89,0
Outros	4,7	24,5
Total (1+2)	105,8	6 848,6

Fonte: IGCP. | Nota: valores relativos ao subsector Estado.

⁸ Recorde-se que a subscrição de certificados do tesouro encontra-se suspensa desde 1 de setembro de 2012, nos termos da Instrução n.º 3-A/2012, de 31 de agosto, não tendo sido comunicado o prazo até ao qual vigorará essa suspensão.

9 Até ao final de fevereiro de 2013, o financiamento recebido ao abrigo do PAEF correspondeu a cerca de 80% do total previsto. No dia 7 de fevereiro, verificou-se o desembolso de 796 M€ por parte do FEEF, com uma maturidade média de 9 anos. A referida verba insere-se ainda no âmbito da 7.ª tranche do PAEF, que ficará completa com o desembolso de 800 M€ por parte da U.E.. Os empréstimos recebidos desde o início da vigência daquele Programa totalizam 63,3 mil M€ (ao valor de encaixe), dos quais 41,1 mil M€ provenientes da U.E. e 22,2 mil M€ do FMI. Tendo em conta que o financiamento total no âmbito do PAEF deverá ascender a 79,8 mil M€,⁹ até ao final de fevereiro já terá sido transferido o equivalente a 79,3% daquele montante.

Tabela 4 – Desembolsos no âmbito do PAEF
(ao valor de encaixe e em milhares de milhões de euros)

	2011		2012		2013		Total recebido
	Executado	Executado	Até 28-Fev	Previsto*			
TOTAL	34,2	27,5	1,6	10,1			63,3
FMI	13,1	8,2	0,8	3,6			22,2
U.E.	21,1	19,3	0,8	6,5			41,1
MEEF	14,1	7,9	0,0	1,6			22,0
FEEF	7,0	11,3	0,8	4,9			19,1

Fontes: IGCP e cálculos da UTAO. | Nota: (*) previsão que consta no relatório do OE/2013; o montante total já recebido difere do indicado na Tabela 2 porque não inclui a margem exigida pelo FEEF acima do seu custo de financiamento, mais/menos valias e variações cambiais.

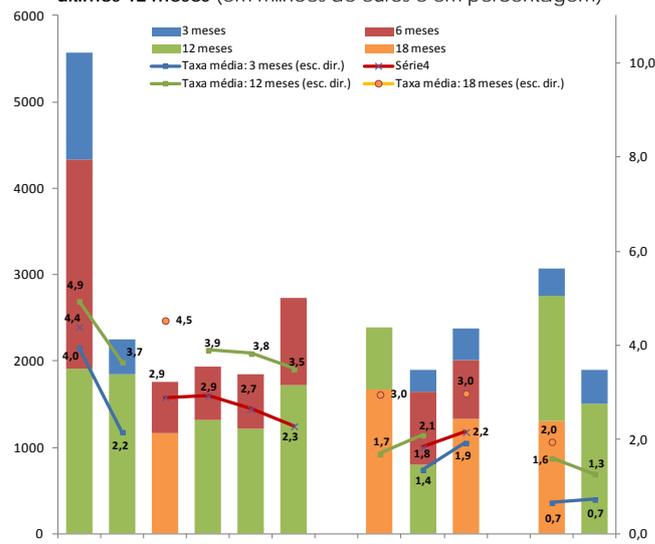
10 Os custos das emissões de BT em fevereiro indiciam uma diminuição da perceção de risco em relação à dívida portuguesa de curto prazo. No mês de fevereiro realizaram-se leilões de BT a 3 e 12 meses, tendo sido colocado um total de 1500 M€ em fase competitiva, ao qual acresceram 402 M€ em fase não competitiva. Refira-se que o valor colocado em fase competitiva ficou 500 M€ abaixo do montante mínimo indicativo que se encontra inscrito no programa de financiamento inicial. O montante mais elevado voltou a ser colocado na maturidade mais longa. As taxas obtidas indiciam uma diminuição da perceção de risco em relação à dívida portuguesa de curto prazo, tendo em conta que na linha a 12 meses se verificou uma redução de 0,3 p.p. face à última emissão análoga. Quanto à linha a 3 meses, embora a taxa média ponderada tenha ficado ligeiramente acima (+0,07 p.p.), o seu valor voltou a ser inferior à taxa de juro de referência do BCE (que permanece inalterada em 0,75% desde julho de 2012).

Tabela 5 – Emissões brutas de dívida pública em fevereiro

Instrumento	Bilhetes do Tesouro	
	Mai-13	Fev-14
Maturidade	20-Jan	20-Jan
Data da Transacção	20-Jan	20-Jan
Prazo	3 meses	12 meses
Montante Colocado (M€)	394	1 508
Montante de Procura (M€)	836	2 713
Taxa média (%)	0,737	1,277
Emissão anterior com maturidade equivalente (%)	Jan-13	Jan-13
	0,667	1,609

Fonte: IGCP e cálculos da UTAO. | Notas: os montantes encontram-se ao valor nominal e incluem alocações em fase competitiva e não competitiva.

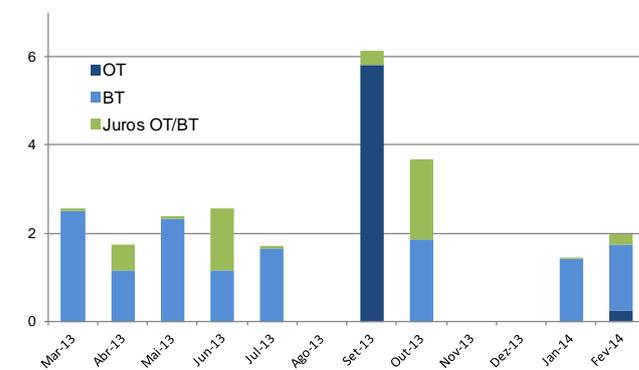
Gráfico 4 – Emissões de BT e respetivas taxas de juro médias nos últimos 12 meses (em milhões de euros e em percentagem)



Fonte: IGCP e cálculos da UTAO. | Nota: inclui alocações em fase competitiva e não competitiva (ao valor nominal); em março de 2012, a barra/linha azul corresponde a uma emissão com maturidade de 4 meses.

11 Nos próximos doze meses, as necessidades de brutas de financiamento decorrentes da amortização da dívida (viva), incluindo juros, deverão ascender a 24,2 mil M€. O mês de setembro é aquele em que se prevê um nível de encargos mais significativo, decorrentes do pagamento de obrigações do tesouro no valor de 6,1 mil M€. O pagamento de juros (maioritariamente relativos a OT) será maior nos meses de junho e de outubro, devendo ascender a 1,4 e 1,8 mil M€, respetivamente.

Gráfico 5 – Amortização da dívida e pagamento de juros nos próximos 12 meses (em milhares de milhões de euros)



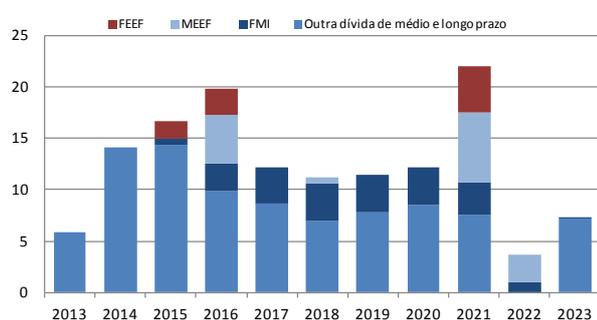
Fonte: IGCP e cálculos da UTAO. | Nota: (*) valores à data de fecho de 31 de janeiro de 2013, atualizados com as emissões de fevereiro; o valor a amortizar em setembro de 2013 já não inclui o montante resultante da oferta de troca de OT (3,75 mil M€); o gráfico não inclui acordos de recompra ("Repos"); consideram-se apenas as amortizações relativas ao stock da dívida viva (e após swaps).

⁹ Este montante é atualmente superior ao inicialmente previsto (78 mil M€) devido à valorização cambial do Direito de Saque Especial (DSE) face ao euro. Recorde-se que os desembolsos do FMI encontram-se expressos em DSE.

¹⁰ Este valor seria superior se não tivesse sido realizada uma troca de OT (3,75 mil M€), cuja amortização passou para o ano de 2015.

12 Até ao final de 2016, a amortização do stock (vivo) de dívida de médio e longo prazo deverá atingir 56,4 mil M€. Na sequência da referida operação de troca (parcial) de uma OT, cuja data de amortização passou para 2015, a amortização de dívida de médio e longo prazo ascenderá a 5,9 mil M€ no corrente ano, enquanto a dívida a vencer em 2014 atingirá os 14,1 mil M€. Nos anos de 2016 e 2021 encontra-se prevista uma elevada concentração de amortizações: 19,8 e 22,0 mil M€, respetivamente. Atendendo a este perfil de pagamentos, as autoridades portuguesas solicitaram recentemente uma extensão das maturidades dos empréstimos da U.E. e/ou uma recalendarização de alguns prazos de reembolso. De acordo com o comunicado do Eurogrupo, emitido no passado dia 5 de março, a “Troika” terá sido mandatada para estudar a melhor forma de flexibilizar os empréstimos a Portugal e à Irlanda.¹¹

Gráfico 6 – Amortização de dívida até 2023
(em milhares de milhões de euros)



Fonte: IGCP. | Nota: valores à data de fecho de 31 de dezembro de 2012, atualizados com as emissões de janeiro, entre as quais a reabertura sindicada da “OT 4,35% out 2017” (2,5 mil M€); considera-se apenas o stock da dívida vigente, não se efetuando qualquer estimativa para os montantes e as datas de amortização das futuras emissões.

13 Nos próximos dez anos, o maior volume de amortizações dos empréstimos ao abrigo do PAEF decorrerá de desembolsos do FMI. Os empréstimos contraídos no âmbito do PAEF começarão a ser amortizados em 2015 (2,3 mil M€). Em 2016 e 2021, as amortizações daqueles empréstimos deverão totalizar 9,9 e 14,4 mil M€, respetivamente. Refira-se que, entre 2013 e 2023, o valor das amortizações dos empréstimos do FMI (21,8 mil M€) será superior ao do MEEF (14,8 mil M€) e do FEEF (8,9 mil M€). Esta circunstância decorre do facto de a maturidade média dos empréstimos do FMI (7,3 anos) ser inferior à dos desembolsos da U.E. (cerca de 13 anos).

¹¹ Note-se que os prazos médios dos empréstimos europeus foram inicialmente fixados em 7,5 anos, tendo sido prolongados para o dobro em julho de 2011. Caso seja novamente alterado, o prazo médio poderá passar, eventualmente, para os 30 anos em alguns dos desembolsos.