

### Condições de Mercado

1 As recentes projecções do FMI e do BCE apontam para uma revisão em baixa da actividade económica mundial para 2011 e 2012, com especial incidência nos principais países desenvolvidos, confirmando o abrandamento já identificado por alguns indicadores avançados. Com efeito, a agenda internacional ficou marcada pelo receio de uma segunda recessão, após um curto período de recuperação durante o ano 2010, passando o ciclo económico a assumir a forma de um W (*a double dip recession*).

2 O mercado da dívida soberana de alguns países europeus continuou a reflectir um aumento da aversão ao risco, tendo para isso contribuído a incerteza quanto à capacidade da Grécia cumprir o objectivo para o défice de 2011 (podendo ficar aquém em cerca de 1 p.p. do PIB) e o receio da inevitabilidade de uma reestruturação eminente da dívida grega, em consequência da não libertação de novos empréstimos por parte da UE e do FMI. Com efeito, a possibilidade de, a prazo, vir a ocorrer uma reestruturação da dívida e, inclusive, o abandono da Grécia da área do euro, estiveram, mais do que nunca, presentes nas expectativas de muitos agentes económicos.

**Tabela 1 – Evolução do spread face à Alemanha para títulos com maturidade a 10 anos (em p.p.)**

	31-Dez-09	31-Dez-10	31-Mar-11	30-Jun-11	26-Set-11	Var. mensal Setembro	Var. desde o início do ano
Bélgica	0,3	1,0	0,9	1,2	2,0	0,2	0,8
Grécia	2,4	9,5	9,5	13,9	22,2	6,5	6,2
Irlanda	1,5	6,1	6,9	8,8	6,8	0,1	0,6
Itália	0,8	1,9	1,5	1,9	3,8	0,9	1,0
Espanha	0,6	2,5	1,9	2,6	3,3	0,5	0,3
<b>Portugal</b>	<b>0,7</b>	<b>3,6</b>	<b>5,1</b>	<b>8,2</b>	<b>10,2</b>	<b>1,2</b>	<b>5,4</b>

Fonte: Bloomberg (dados online). Cálculos da UTAO.

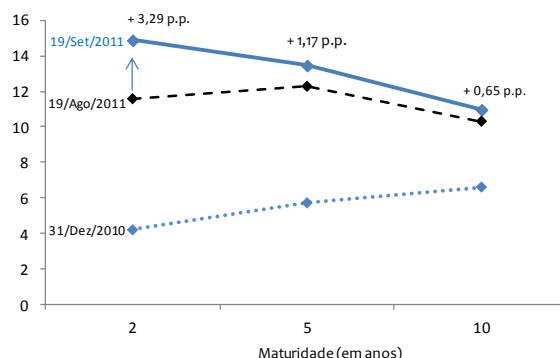
3 Em resultado desta percepção, no mês de Setembro o spread da dívida a 10 anos da Grécia face aos títulos alemães de igual maturidade aumentou consideravelmente (+6,5 p.p.), tendo as *yields* das obrigações a 1 ano atingido valores excepcionalmente elevados, acima de 142,9%. Mais recentemente, o impasse em relação à continuação do auxílio externo parece ter-se dissipado com o anúncio de novas medidas de austeridade por parte do executivo grego e com a perspectiva de regresso da equipa de técnicos internacionais com o intuito de retomar as negociações que permitam, até ao fim de Setembro, fechar o acordo para o desembolso da sexta tranche de 8 mil M€ em Outubro.

4 Neste contexto, o BCE permaneceu activo no mercado secundário da dívida pública, não evitando porém que as *yields* da dívida a 10 anos da generalidade dos países da área do euro tivessem aumentado face ao verificado em Agosto. Em resultado da diminuição das *yields* da dívida pública alemã a 10 anos, em 0,3 p.p. face ao mês anterior, os spreads face aos restantes parceiros do euro ainda se alargaram mais.

5 O mês de Setembro ficou ainda marcado pela redução, por parte da agência *Standard & Poor's (S&P)*, do *rating* dos títulos de dívida de longo prazo emitidos pela Itália, de A+ para A. Segundo esta agência de notação, essa redução resultou das fracas perspectivas de crescimento económico e da fragilidade da coligação governamental

vigente, as quais poderão diminuir a capacidade de implementar o programa de consolidação orçamental posteriormente aprovado no Parlamento. Este programa contempla diversas medidas, nomeadamente o aumento do IVA, o aumento da idade da reforma para as mulheres e a criação de um imposto adicional para os contribuintes com maiores rendimentos.

**Gráfico 1 – Curva de Rendimentos das Obrigações do Tesouro Portuguesas (em %)**



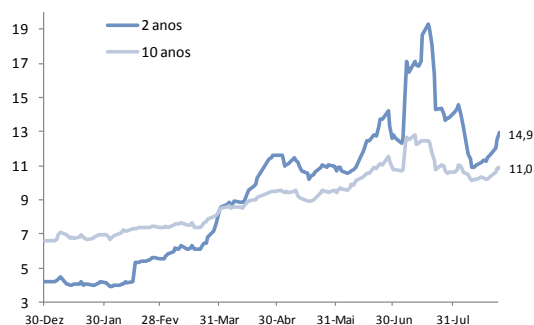
Fonte: Reuters (via IGCP)

6 De acordo com declarações de altos responsáveis de órgãos da UE, um alargamento do actual plano de auxílio financeiro para a área do euro estará a ser ponderado. Embora as condições desse alargamento ainda não estejam definidas, essas declarações terão contribuído para algum alívio da percepção de risco dos investidores em relação à crise da dívida soberana. Em perspectiva estará o reforço do FEEF - Fundo Europeu de Estabilização Financeira (actualmente nos 440 mil M€). Refira-se, porém, que a anterior decisão de ampliação do montante e das competências do FEEF, tomada a 21 de Julho na cimeira dos líderes da área do euro, ainda não foi concretizada, faltando a aprovação de alguns parlamentos nacionais.

7 Outra possibilidade, avançada pelo Ministro das Finanças alemão, seria a antecipação da entrada em funcionamento do Mecanismo Europeu de Estabilidade (MEE), cuja criação está prevista para 2013, substituindo, a título permanente, o actual FEEF, que foi criado com uma duração limitada para responder ao início da crise das dívidas soberanas na área do euro. De acordo com aquele responsável, essa antecipação permitiria reforçar a capacidade de acção da área do euro, sem aumentar os montantes envolvidos por parte de cada Estado-membro (ver [nota mensal da UTAO de Agosto](#)). A entrada em funcionamento do MEE poderá significar a antecipação da possibilidade de reestruturação da dívida com a participação de investidores privados.

8 Alguns membros do Conselho de Governadores do BCE apontaram também para uma acção mais agressiva por parte do banco central, equacionando a implementação de várias medidas não convencionais para estimular a economia europeia, tais como o regresso ao programa de aquisição de obrigações hipotecárias (*Covered Bond Purchase Programme*) e a reintrodução de empréstimos aos bancos com um prazo mais dilatado de 12 meses (que haviam cessado em Dezembro de 2009).

**Gráfico 2 – Taxas de Rendibilidade das Obrigações do Tesouro Portuguesas em 2011 (em %)**

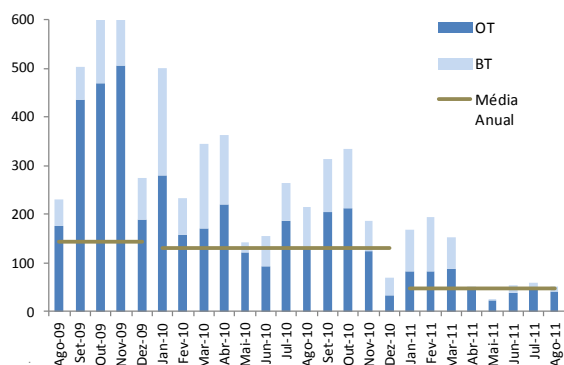


Fonte: Reuters (via IGCP). Última observação: 19 de Setembro de 2011.

9 Em Portugal, o último mês ficou marcado pela publicação do Documento de Estratégia Orçamental 2011-2015 e pela divulgação dos resultados da primeira avaliação regular do programa de assistência financeira (PAF) a Portugal. Estes documentos deram a conhecer os progressos e os riscos da implementação das medidas de consolidação orçamental e de ajustamento estrutural, acordadas em Maio com a UE e o FMI. Em geral, o montante total do programa foi considerado adequado até ao momento, tendo sido identificados alguns riscos que colocam uma pressão adicional sobre as necessidades de financiamento ainda para este ano, nomeadamente os seguintes: i) as necessidades de tesouraria do SEE - Sector Empresarial do Estado (nas quais se inclui a renovação de dívida de 3,5 mil M€ entre Agosto e Dezembro, alguma da qual garantida pelo Estado) e ii) o resgate líquido de certificados de aforro, que até Agosto já se encontrava cerca de 2500 M€ acima do valor previsto no relatório do OE/2011 (ver Gráfico 5). A estes factores acresce ainda a incerteza quanto às necessidades de financiamento do sector empresarial da Região Autónoma da Madeira (refira-se, a propósito, que se aguarda o anúncio de um plano de austeridade para aquela região) e a implementação de um plano de amortização da dívida a fornecedores por parte de diversos organismos das administrações públicas.

10 Neste contexto, as *yields* das Obrigações do Tesouro portuguesas com maturidades mais curtas apresentaram acréscimos face ao verificado no mês anterior, aumentando 3,3 e 1,2 p.p. nos títulos com prazos de 2 e 5 anos, respectivamente. Desde a segunda quinzena de Agosto que as *yields* das obrigações a 2 anos desenvolveram um percurso ascendente, muito possivelmente reflectindo, em parte, um efeito de contágio em resultado da incerteza em torno da situação vivida na Grécia.

**Gráfico 3 – Transacções médias diárias no mercado secundário da dívida pública portuguesa (em M€)**



Fontes: MTS-Portugal, BrokerTec, eSpeed, via IGCP.

Nota: Até Abril de 2010 os dados contabilizam apenas as transacções ocorridas no MTS-Portugal. Em Maio de 2010 o IGCP designou a BrokerTec e a eSpeed como plataformas alternativas, pelo que os dados passaram também a incluir as transacções ocorridas nestas plataformas.

11 Contudo, deve ter-se presente que a fraca liquidez que se tem registado no mercado secundário da dívida pública portuguesa origina uma maior volatilidade das *yields*, fazendo com que estas não transmitam necessariamente a adequada percepção de risco da generalidade dos investidores. Neste contexto, as transacções efectuadas por alguns operadores poderão traduzir-se em alterações pouco informativas sobre as efectivas condições de mercado. Com efeito, as transacções médias diárias ocorridas no mercado secundário da dívida pública portuguesa em 2011 foram de apenas 47,4 M€, as quais comparam com 143,1 e 130,1 M€ em 2009 e 2010, respectivamente.

## Movimento da Dívida Pública

12 A dívida directa do Estado português ascendeu a 168,9 mil M€ no final de Agosto de 2011, tendo aumentado 14,9 mil M€ face ao mês homólogo de 2010.

**Tabela 2 – Dívida directa do Estado português**  
(posições em final de período, em M€)

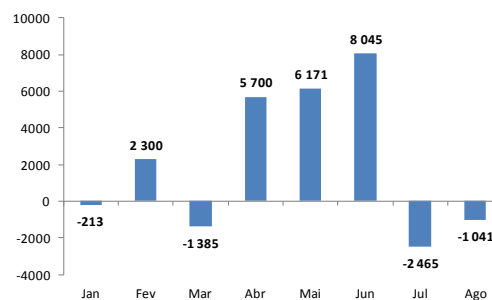
	Ago-10	Jul-11	Ago-11	Tvh (%)
<b>Titulada</b>	<b>128 021</b>	<b>132 151</b>	<b>131 421</b>	<b>2,7</b>
Curto prazo	24 535	23 761	23 050	-6,1
Médio e longo prazo	103 486	108 390	108 371	4,7
<b>Não titulada</b>	<b>18 976</b>	<b>17 858</b>	<b>17 591</b>	<b>-7,3</b>
Cert. Aforro	16 199	12 762	12 466	-23,0
Cert. do Tesouro	251	1 242	1 267	
Outra	2 526	3 853	3 858	52,7
Assist. Financeira	-	19 919	19 877	
<b>Total</b>	<b>146 997</b>	<b>169 929</b>	<b>168 888</b>	<b>14,9</b>
<b>Por memória:</b>				
Transaccionável	123 062	126 970	126 223	2,6
Não Transaccionável	23 938	42 959	42 665	78,2
Não euro	2 282	1 846	8 176	

Fonte: IGCP. Cálculos da UTAO.

Nota: As posições, incluindo os empréstimos recebidos ao abrigo do programa de assistência financeira, encontram-se valorizadas em termos nominais, excepto os títulos emitidos a desconto, que se encontram ao valor descontado.

13 O volume da dívida directa registou uma redução mensal pela segunda vez consecutiva: menos cerca de mil M€ face a Julho, sobretudo devido à amortização de dívida titulada de curto prazo. Esta diminuição era esperada tendo em conta as tranches recebidas em Maio e Junho no âmbito do programa de assistência financeira, no valor de 8 e 11,8 mil M€, respectivamente. Esta variação mensal irregular deverá manter-se, uma vez que em determinados meses serão recebidos os montantes totais das tranches, os quais serão utilizados nos meses seguintes à medida das necessidades de tesouraria.

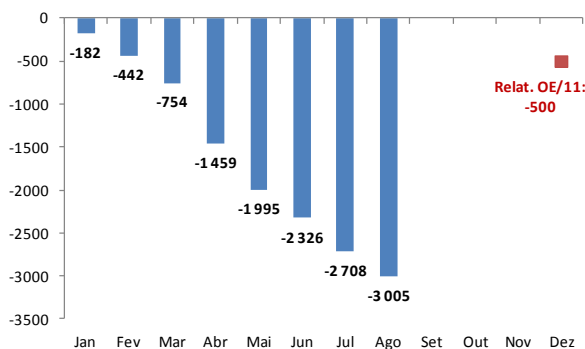
**Gráfico 4 – Variação mensal da Dívida directa do Estado português em 2011 (em M€)**



Fonte: IGCP. Cálculos da UTAO.

**14** No que respeita à dívida não titulada, o stock de Certificados de Aforro reduziu-se 3733 M€ em termos homólogos, atingindo a maior redução homóloga desde o início do corrente ano (-23%). No mês de Agosto, a subscrição líquida de Certificados de Tesouro foi de apenas 24 M€, não compensando os resgates líquidos de Certificados de Aforro (297 M€). Refira-se que, em termos acumulados desde o início do corrente ano, aqueles resgates já superam os 3 mil M€, excedendo largamente a previsão de 500 M€ inscrita no Relatório do OE/2011.

**Gráfico 5 – Resgates líquidos acumulados de Certificados de Aforro (M€)**



Fonte: IGCP. Cálculos da UTAO.

**15** No mês de Agosto não houve lugar a qualquer financiamento ao abrigo do programa de assistência financeira, o qual já corresponde a 11,8% do total da dívida pública. Do montante total (78 mil M€) a ser emprestado até 2014 (incluindo o montante de 12 mil M€ para o reforço do sistema financeiro), foi recebido cerca de ¼ até ao final de Agosto, aproximadamente metade do total estimado para o corrente ano (37,8 mil M€).

**Tabela 3 – Empréstimos recebidos e a receber ao abrigo do Programa de Assistência Financeira (em mil M€)**

	2011		2012		2013		2014	
	Até 31-Ago	Ano	Ano	Ano	Ano	Ano	Ano	
<b>TOTAL</b>	<b>18,8</b>	<b>37,8</b>	<b>25,0</b>	<b>10,0</b>	<b>5,1</b>			
FMI	6,3	12,6	8,3	3,3	1,7			
Europa	12,5	25,2	16,7	6,7	3,4			
MEEF	6,5	12,6	8,4	3,4	1,7			
FEEF	6,0	12,6	8,4	3,4	1,7			

Fontes: IGCP e Comissão Europeia.

Nota: O montante efectivamente recebido difere do valor nominal em dívida indicado na Tabela 2, por não incluir a margem exigida pelo FEEF acima do seu custo de financiamento, mais/menos valias e variações cambiais.

**16** Refira-se que já durante o mês de Setembro, na sequência da primeira avaliação positiva do PAF por parte da UE e do FMI, este último aprovou o desembolso de mais 3,98 mil M€. Por outro lado, a UE emitiu dívida, através do MEEF, para financiar uma nova tranche do empréstimo a Portugal no valor de 5 mil M€.

**17** À semelhança do verificado em cada um dos últimos três meses, em Setembro foram efectuadas duas emissões de Bilhetes do Tesouro com maturidade a 3 meses e outra a 6 meses. O montante total colocado atingiu os 2104 M€, sendo que, no caso da emissão a 6 meses, a respectiva taxa média situou-se quase 0,3 p.p. acima da última emissão análoga, tendo sido a segunda taxa mais elevada desde o anúncio do recurso à ajuda financeira externa. Este recurso continuado a emissões de curto prazo coloca um risco acrescido no que diz respeito ao refinanciamento da dívida.

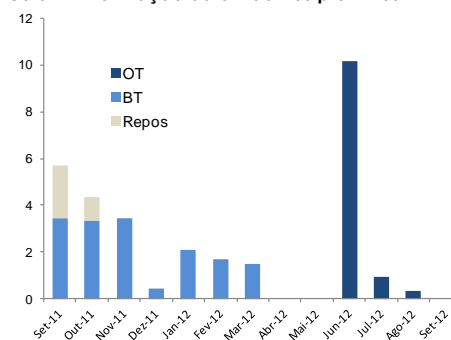
**Tabela 4 – Emissões de dívida em Setembro/2011**

Maturidade	Bilhetes do Tesouro		
	Nov-11	Nov-11	Mar-12
Data da Transacção	07-Set	21-Set	21-Set
Prazo	3 meses	3 meses	6 meses
Montante Colocado (M€)	854	1 000	250
Montante de Procura (M€)	1 874	1 712	1 136
<b>Taxa média (%)</b>	<b>4,959</b>	<b>4,931</b>	<b>5,249</b>
Por memória: emissão anterior	Ago-11	Set-11	Ago-11
com maturidade equivalente (%)	4,854	4,959	4,989

Fonte: IGCP. Cálculos da UTAO.

**18** Até ao final do ano, as necessidades brutas de financiamento associadas a amortizações de BT e empréstimos de curto prazo (repos) serão de 13,9 mil M€, ao passo que, para os próximos doze meses, estas totalizarão cerca de 30,6 mil M€, (24,2% do total do stock de dívida transaccionável em final de Agosto), às quais acrescerá ainda a renovação de novos BT, o pagamento de juros, o financiamento do défice primário e o financiamento de eventuais empréstimos do Tesouro a empresas públicas que se vejam impossibilitadas de recorrer a financiamento em mercado.

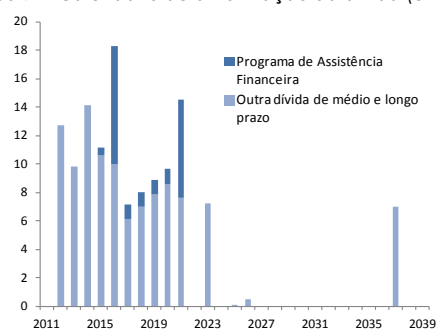
**Gráfico 6 – Amortização da dívida nos próximos 12 meses (em M€)**



Fonte: IGCP.

**19** Atentando a um horizonte temporal mais alargado, e considerando apenas o stock da dívida vigente no final de Agosto, nos próximos 5 anos será necessário amortizar cerca de 66 mil M€, dos quais 43,5 mil M€ entre 2014 e 2016, incluindo cerca de 8,8 mil M€ de empréstimos já recebidos ao abrigo do PAF.

**Gráfico 7 – Calendário de amortização da dívida (em M€)**



Fonte: IGCP.

**20** De acordo com a última Síntese da Execução Orçamental da DGO (na óptica da contabilidade pública), os juros e outros encargos pagos até ao final de Agosto pelo subsector Estado ascenderam a 3585 M€, representando 56,9% da dotação inscrita no OE/2011, sendo de esperar uma aceleração nos próximos meses.

**21** De acordo com o relatório do Sector Empresarial do Estado relativo ao exercício de 2010, publicado pela Direcção-Geral do Tesouro e Finanças (DGTF), a dívida financeira das empresas públicas não financeiras (EPNF) ascendeu a 32,4 mil M€ (18,8% do PIB). Face ao ano anterior, aquela dívida cresceu 3,1 mil M€ (mais 1,5 p.p. do PIB). Para esta evolução contribuiu a redução dos níveis de auto-financiamento (por via de recursos próprios) e das dotações de capital.

**22** A este aumento de dívida para financiar a actividade de 2010, acresceu a necessária renovação de empréstimos vencidos (5,4 mil M€), cujo peso no total da dívida continua muito elevado. Em resultado das restrições de acesso ao crédito, as empresas do SEE aumentaram a dívida de curto prazo, o que agrava os riscos de renovação da dívida para os próximos anos.

**23** Em Março de 2010, o Programa de Estabilidade e Crescimento (PEC) para o período 2010/2013 limitou o crescimento da dívida das EPNF a: 7% em 2010, 6% em 2011, 5% em 2012 e 4% em 2013. Em Abril de 2011, o Despacho n.º 155/2011, do Ministro de Estado e das Finanças, reafirmou aqueles limites para o período 2011/13. Contudo, de acordo com o PEC, as seguintes empresas foram excepcionadas do cumprimento daquele limite, em 2010, por serem estruturalmente não deficitárias: Parpública, Águas de Portugal, ANA - Aeroportos de Portugal, EMPORDEF, Empresa de Desenvolvimento Mineiro (EDM), Administração dos Portos do Douro e Leixões (APDL) e Rede Ferroviária de Alta Velocidade (RAVE). A empresa Parque Escolar foi também excepcionada porque os investimentos já comprometidos são totalmente financiados com recurso a fundos comunitários e ao Banco Europeu de Investimento.

Tabela 5 – Dívida Financeira das EPNF do SEE

	2010		2009		Variação	
	M€	% PIB	M€	% PIB	M€	%
Empresas excepcionadas	10 968,3	6,4	8 937,3	5,3	2 031,0	22,7
Empresas sujeitas ao limite de 7%	21 420,3	12,4	20 301,9	12,0	1 118,4	5,5
<b>Total</b>	<b>32 388,6</b>	<b>18,8</b>	<b>29 239,1</b>	<b>17,3</b>	<b>3 149,4</b>	<b>10,8</b>
Por memória:						
Renovação de Empréstimos	5 393,1	3,1	5 238,9	3,1	154,2	2,9

Fonte: DGTF, SIRIEF e Relatórios e Contas das empresas.

**24** As oito empresas excepcionadas do cumprimento do limite definido para 2010 foram responsáveis por um aumento da dívida em cerca de 2 mil M€ (+22,7%). Por outro lado, as EPNF sujeitas ao referido limite registaram um aumento de 1,1 mil M€, correspondente a uma variação de 5,5%, cumprindo, em termos globais, a referida disposição legal. Contudo, de acordo com a informação da DGTF, três daquelas empresas não cumpriram esta disposição, apresentando variações superiores àquele limite, a saber: Estradas de Portugal (33%), Transtejo (18%) e REFER (8,8%). De notar que a estas empresas haverá ainda que adicionar um conjunto de outras cujo domínio por parte do Estado é exercido através de participações indirectas.

**25** No conjunto, o limite de crescimento de 7% para 2010 do endividamento definido para o SEE foi largamente excedido (10,8%), tal como notado pela Comissão Europeia na 1.ª avaliação do PAF (ponto 38).

**26** A situação financeira das EPNF não se reveste toda ela da mesma importância em termos do impacte nas contas nacionais das administrações públicas. Algumas destas

empresas já se encontram inseridas no perímetro de consolidação das administrações públicas, pelo que as necessidades de financiamento e a dívida dessas empresas já estão incorporadas no défice e na dívida pública, a saber: Parque Escolar, Estradas de Portugal, REFER, Metro de Lisboa, RTP e Metro do Porto. A dívida financeira destas empresas ascendeu a 15,5 mil M€ (9 % do PIB), de acordo com informação da DGTF, e as suas necessidades líquidas de financiamento representaram cerca de 0,9 % do PIB em 2010, de acordo com informação do INE.

**27** O SEE apresentou, em 2010, juros e outros encargos com a dívida de aproximadamente mil M€, dos quais 365,1 M€ (0,2% do PIB) dizem respeito às referidas seis empresas que se encontram integradas no perímetro de consolidação das administrações públicas.

**28** As empresas que se encontram fora do referido perímetro de consolidação constituem também um risco elevado para as contas públicas, não obstante as suas necessidades de financiamento não terem impacte imediato no défice e na dívida pública. Contudo, em contabilidade nacional, o défice e a dívida das administrações públicas poderão ser afectados indirectamente por outros factores, designadamente:

- a execução de garantias já existentes;
- a concessão de novas garantias a empresas insolventes (de que é exemplo recente a empresa SESARAM, da Região Autónoma da Madeira);
- injeções de capital com o propósito de reequilibrar financeiramente as empresas que apresentam dificuldades de tesouraria e problemas de solvabilidade; ou
- a concessão de empréstimos por parte do Estado a empresas nas mesmas características.

**29** A magnitude do referido risco decorre da existência de um elevado stock de dívida destas empresas que, em parte, beneficiam de garantias do Estado e, sobretudo, da dificuldade de renovação dessa dívida nas actuais condições de mercado. Neste contexto, de acordo com o FMI, prevê-se que o SEE tenha uma necessidade de renovação de créditos de 3,5 mil M€ entre Agosto e Dezembro de 2011. Por sua vez, segundo a DGTF, a dívida garantida do Estado às EPNF que se encontram fora do universo das administrações públicas ascendia a 4,7 mil M€ (2,7% do PIB) em Março de 2011.

**30** A este propósito, a redução do rating da CP e da REFER por parte da Moody's de B1 para B2, ocorrida a 6 de Setembro, veio colocar em evidência os referidos riscos para o défice e para a dívida pública (apenas no que se refere à CP, pois a REFER já se encontra integrada no perímetro de consolidação) uma vez que na base da decisão daquela agência está, entre outros motivos, a concentração da amortizações de dívida nos próximos 12 meses. A agência de notação refere também que o rating seria ainda mais baixo (nível Ca) caso as empresas não estivessem na esfera do SEE, uma vez que, sem apoio (implícito ou explícito) do Estado português, provavelmente ver-se-iam obrigadas a entrar em incumprimento. Consequentemente, a agência decidiu manter uma perspectiva (*outlook*) negativa, antevendo uma nova redução do rating caso exista alguma evidência de que o Estado deixe de assistir financeiramente as duas empresas em caso de necessidade.