

Condições de Mercado¹

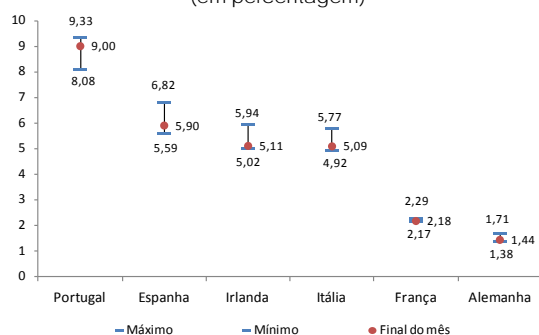
1 O mês de setembro ficou marcado pela reação positiva dos mercados ao anúncio das futuras linhas de atuação do BCE no mercado secundário da dívida pública. Na reunião mensal do mês de setembro, o BCE apresentou os detalhes do novo programa de compra de dívida soberana (OMT - *Outright Monetary Transactions*). As linhas gerais do programa são as seguintes: a intervenção do BCE está condicionada à existência de pedidos formais de assistência financeira e ao cumprimento das metas estabelecidas; o BCE abdica do estatuto de credor preferencial, incentivando a participação de investidores privados; as aquisições centrar-se-ão em títulos de maturidades mais curtas (entre um e três anos); os montantes adquiridos por país serão divulgados mensalmente, reforçando a transparência das operações; não serão definidos limites, nem no que se refere aos montantes, nem quanto ao nível das yields a partir das quais o BCE deverá intervir; a liquidez adicional resultante das aquisições dos títulos será esterilizada, tal como ocorreu no anterior programa (SMP), de modo a não dar origem a uma expansão monetária. Os títulos adquiridos ao abrigo deste programa, entretanto extinto, serão mantidos até à maturidade. Paralelamente, a aceitação de dívida pública como colateral de operações de refinanciamento deixa de estar sujeita a um *rating* mínimo, reforçando a capacidade de acesso dos bancos ao financiamento junto do BCE. Por sua vez, os bancos centrais dos EUA e do Japão também apresentaram programas de cedência de liquidez e de compra de ativos, refletindo uma preocupação com as perspetivas menos favoráveis para o crescimento económico.

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	30 mar 2012	29 jun 2012	31 ago 2012	28 set 2012	Var. mensal	Var. desde o início do ano
Espanha	0,6	2,5	3,2	3,6	4,8	5,5	4,5	-1,1	2,3
França	0,2	0,4	1,3	1,1	1,1	0,8	0,7	-0,1	-0,5
Itália	0,8	1,9	5,3	3,3	4,2	4,5	3,7	-0,9	-0,8
Irlanda	1,5	6,0	6,6	5,1	4,9	4,6	3,7	-0,9	-2,0
Portugal	0,7	3,6	11,5	9,7	8,6	8,0	7,6	-0,4	-3,6
Grécia	2,4	9,5	29,8	19,3	24,3	22,1	17,8	-2,1	-7,8

Fonte: Bloomberg (online). | Nota: o spread refere-se ao diferencial face à Alemanha para títulos de dívida com maturidade a 10 anos. No caso da Irlanda foram utilizadas as taxas de rentabilidade das obrigações com maturidade a 9 anos, uma vez que as congéneres a 10 anos deixaram de ter benchmark nesta fonte desde o dia 11 de Outubro.

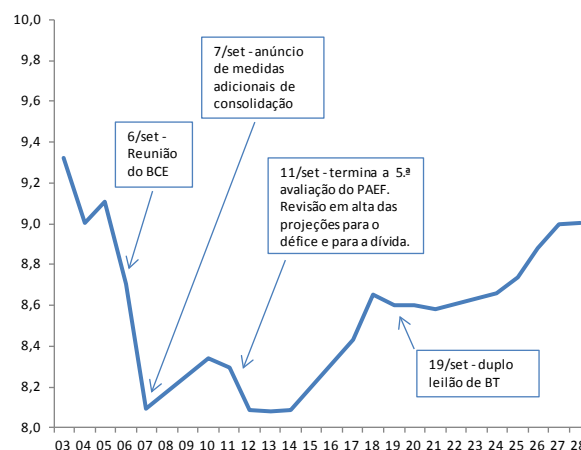
Gráfico 1 – Intervalo de variação das yields no mês de setembro (em percentagem)



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

2 Neste contexto, as yields da dívida soberana dos países da área do euro diminuíram de forma generalizada, encurtando-se inclusivamente a diferença face às congéneres alemãs. Depois da redução generalizada registada no mês de agosto, os diferenciais das yields dos títulos de dívida pública dos países da área do euro continuaram a evoluir favoravelmente face às congéneres alemãs. No que diz respeito a Espanha, a última semana de setembro foi caracterizada pela divulgação da execução orçamental de agosto, que veio colocar em causa o objetivo para o défice orçamental no final do ano, e do Orçamento do Estado para 2013, que inclui medidas de consolidação e a revisão em baixa da atividade económica. Essa última semana foi ainda caracterizada pela indefinição do governo espanhol acerca de um eventual pedido de assistência financeira, condição necessária para que o BCE possa atuar no mercado secundário de dívida pública.

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 As yields das OT portuguesas apresentaram um comportamento distinto ao longo do mês de setembro, diminuindo na primeira quinzena e aumentando na segunda. O anúncio dos detalhes da atuação do BCE no mercado secundário terá contribuído para a redução das yields da dívida pública portuguesa. Todavia, no caso dos países que já se encontram sob assistência financeira, o BCE clarificou que a aquisição de títulos só poderá ocorrer quando se concretizar o regresso aos mercados primários da dívida pública. No caso de Portugal, este retorno encontra-se previsto para setembro de 2013, circunstância que impossibilita a obtenção de benefícios (diretos) imediatos da recente decisão do BCE. Posteriormente, foram anunciadas novas medidas de consolidação e foram conhecidos os resultados da 5.ª avaliação do PAEF, nos quais se inclui a revisão em alta dos limites do défice para 5%, 4,5% e 2,5% do PIB para os anos 2012, 2013 e 2014, respetivamente, e das projeções para a dívida pública (*de Maastricht*) para 119,1% do PIB em 2012 e 123,7% do PIB em 2013 (+4,7 e 5,1 p.p. face à 4.ª avaliação, respetivamente). Saliente-se que apesar da revisão em alta para as metas do défice, o aumento das necessidades de financiamento que daí adveio (e que a UTAO estima ser de cerca de 3,7 mil M€ entre 2012 e 2014) não originou um alargamento do montante da assistência financeira. Deste modo, o regresso ao mercado primário da dívida pública continua a ser perspetivado para setembro de 2013.

¹ Consideraram-se apenas os eventos ocorridos até ao final do mês de setembro.

Movimento da Dívida Pública

4 Em agosto, o stock da dívida direta do Estado diminuiu ligeiramente face ao mês anterior.² Com efeito, o stock ascendeu a 188 021 M€, menos 287 M€ (-0,15%) face ao registado no final de julho. Esta evolução deveu-se ao facto da amortização de Bilhetes do Tesouro (BT) que se verificou naquele mês (1,996 mil M€) ter sido praticamente anulada pelo desembolso de 1,46 mil M€ por parte do FMI, no âmbito da 5.^a tranche do PAEF.³ Refira-se que as verbas recebidas no âmbito daquele Programa justificam o aumento do stock face ao período homólogo (+11,3%).

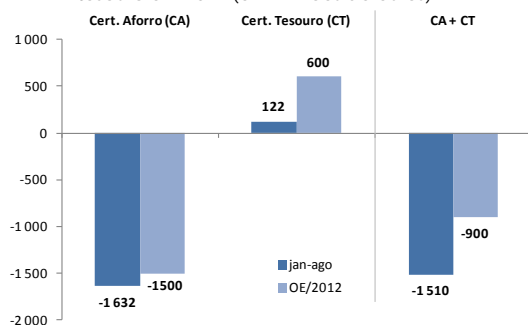
Tabela 2 – Dívida direta do Estado
(stock em final de período, em milhões de euros)

	Ago-11	Jul-12	Ago-12	tvh (%)
Titulada	131 421	118 036	116 740	-11,2
Curto prazo	23 051	21 010	19 912	-13,6
Médio e longo prazo	108 370	97 025	96 828	-10,7
Não titulada	17 591	11 920	11 813	-32,8
Cert. Aforro	12 466	9 941	9 752	-21,8
Cert. do Tesouro	1 267	1 398	1 430	12,8
Outra	3 858	581	631	-83,6
Assist. Financeira	19 877	58 352	59 467	:
Total	168 888	188 308	188 021	11,3
Por memória:				
Transaccionável	126 223	113 196	111 442	-11,7
Não Transaccionável	42 665	75 112	76 579	79,5
Euro	166 961	166 866	165 649	-0,8
Não euro	1 927	21 442	22 371	:

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.

5 O montante de resgates líquidos de certificados de aforro até agosto é superior ao previsto para o ano de 2012. O stock de certificados de aforro situou-se em 9752 M€ até agosto, menos 2713 M€ do que o que se registava em agosto de 2011 (sendo que a diminuição desde o início do corrente ano é de 1631 M€). No mês de agosto, os resgates líquidos de certificados de aforro ascenderam a 189 M€, fazendo com que a respetiva previsão para 2012 se encontre excedida em 132 M€. No entanto, é expectável que se verifique alguma recuperação nos próximos meses, atendendo à substancial melhoria das condições de remuneração.⁴ Por outro lado, o saldo líquido dos certificados do tesouro aumentou 32 M€ no último mês em que foi possível subscrever este instrumento (as subscrições registadas entre novembro de 2011 e julho de 2012 foram, em média, de apenas 13 M€).⁵ Deste modo, assumindo que a suspensão de certificados do tesouro se manterá pelo menos até ao final do corrente ano, o respetivo encaixe ficou 478 M€ aquém do previsto.

Gráfico 3 – Subscrições líquidas de certificados de aforro e do tesouro em 2012 (em milhões de euros)



Fonte: IGCP e cálculos da UTAO.

² A informação mais recente sobre a dívida pública respeita ao mês de agosto e corresponde apenas à dívida direta do Estado, a qual constitui um subconjunto do universo da dívida das administrações públicas na ótica de Maastricht.

³ Completando a 5.^a tranche, no valor global de 4,1 mil M€.

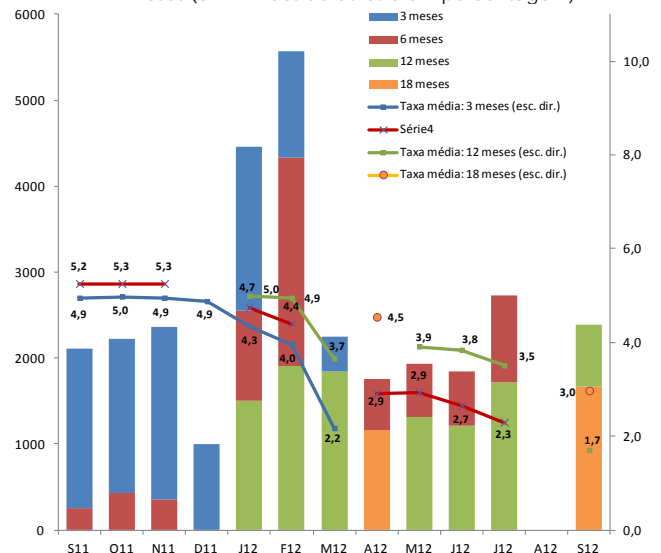
⁴ Para as subscrições efetuadas em agosto (antes da entrada em vigor das novas condições), os certificados da série C eram remunerados a uma taxa bruta de cerca de 0,6%, enquanto que para as subscrições feitas durante o mês de setembro, a taxa de juro bruta foi de 3,268%.

⁵ A subscrição de certificados do tesouro foi suspensa com efeitos a partir de 1 de setembro de 2012, inclusive, nos termos da Instrução n.º 2-A/2012, de 31 de agosto. Não foi comunicado o prazo até ao qual vigorará essa suspensão.

6 No mês de setembro não ocorreu qualquer desembolso no âmbito do PAEF. Refira-se que os empréstimos já recebidos ao abrigo do PAEF totalizam 57,4 mil M€ (dos quais 23,2 mil M€ no corrente ano⁶), o equivalente a 72,3% do total previsto naquele Programa.⁷

7 Decorridos nove meses, as emissões brutas de BT totalizam 22,2 mil M€, ao valor de encaixe.⁸ O stock vivo ascende a 14,5 mil M€, tendo sido amortizados cerca de 2 mil M€ no mês de setembro, respeitantes a BT emitidos em fevereiro passado. Saliente-se que no presente ano a maturidade média das emissões de BT aumentou consideravelmente, sendo de assinalar o facto de, desde março, os maiores montantes terem sido colocados na maturidade mais longa.

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 janeiro de 2012, a barra verde corresponde a uma emissão com maturidade de 11 meses e em março de 2012 a barra azul corresponde a uma emissão com maturidade de 4 meses.

8 No mês de setembro, os custos de emissão de BT reduziram-se de forma significativa. Com efeito, no dia 19 efetuaram-se dois leilões de BT (a 12 e 18 meses), tendo sido colocado um total de 2392 M€ (ao valor nominal). Este valor foi superior ao montante indicativo máximo que se encontrava previsto para esses leilões (1750 M€). Apesar de os referidos leilões terem sido realizados após a revisão em alta das metas do défice orçamental para 2012 e 2013,⁹ as taxas médias obtidas ficaram abaixo das verificadas nas últimas emissões análogas. Este resultado não terá sido alheio ao efeito positivo causado pelas já referidas decisões do BCE. Saliente-se que, pela segunda vez, foi colocada uma linha a 18 meses, tendo a taxa de juro implícita ficado abaixo dos 3%, menos 1,6 p.p. do que a taxa de juro média de abril. O resultado desta emissão é tanto mais assinalável porquanto o seu vencimento ocorrerá já após o regresso ao mercado da dívida pública de médio e longo prazo.

9 Nos próximos doze meses, as necessidades de financiamento decorrentes da amortização da dívida (incluindo juros) deverão ascender a 24,4 mil M€, o equivalente a 21,9% do stock de dívida transaccionável. Até ao final do corrente ano, será amortizado um montante de 4,5 mil M€ (ao

⁶ O total para 2012 previsto no relatório da 4.^a avaliação do PAEF é de 28,5 mil M€ (no relatório do OE/2012 o montante previsto era de 30,3 mil M€).

⁷ Recentemente, o Eurogrupo aprovou o próximo desembolso, no valor global de 4,3 mil M€ (dos quais 1,5 mil M€ do FMI, 2 mil M€ do MEEF e 0,8 do FEEF).

⁸ Correspondente a 22,9 mil M€ ao valor nominal.

⁹ Declaração da Comissão Europeia, do BCE e do FMI, de 11 de setembro de 2012, sobre a 5.^a avaliação do PAEF.

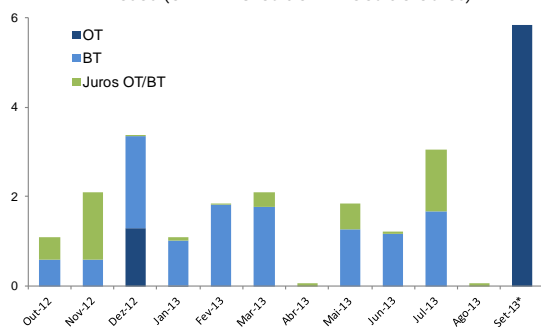
qual crescerá 2 mil M€ em juros), sendo que 3,2 mil M€ respeitam a BT. A amortização de valor mais elevado ocorrerá em setembro de 2013 (5,8 mil M€), mês em que se pretende retomar as emissões de dívida pública de médio e longo prazo no mercado.¹⁰

Tabela 3 – Emissões brutas de dívida pública em setembro/2012

Maturidade	Mar-13	Mar-14
Data da Transacção	19-Set	19-Set
Prazo	6 meses	12 meses
Montante Colocado (M€)	727	1 666
Montante de Procura (M€)	2 191	3 093
Taxa média (%)	1,700	2,967
Por memória: emissão anterior com maturidade equivalente (%)	Jul-12	Abr-12
	2,292	4,537

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

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: (*) o valor a amortizar em setembro de 2013 encontra-se deduzido do montante resultante da recente oferta de troca de OT (3,8 mil M€); o gráfico não inclui acordos de recompra ("Repos"); 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.

10 A transferência do OE destinada à amortização da dívida ascendeu a 760 M€ até agosto. No mês de agosto não se verificou nenhum desenvolvimento no que diz respeito à contabilização da receita das privatizações. Assim, a receita do Estado proveniente da alienação de partes sociais de empresas ascendeu a 160 M€¹¹ e a respetiva transferência do OE para o Fundo de Regularização da Dívida Pública (FRDP), destinada à amortização da dívida pública, totalizou 760 M€.¹² De acordo com o mapa da lei do OE/2012,¹³ aprovado pela Assembleia da República, a previsão da receita direta do Estado proveniente da alienação de partes sociais de empresas (e destinada a abater à dívida pública) é de 1600 M€.¹⁴ Assim, até agosto, a transferência destinada àquela finalidade, encontra-se 840 M€ aquém do previsto.

11 Entre 2013 e 2016, a amortização do stock vivo de dívida de médio e longo prazo deverá atingir 58,2 mil M€, dos quais 5,9 mil M€ em 2013,¹⁵ ano em que se pretende retomar as emissões de dívida pública de médio e longo prazo no mercado. As amortizações a pagar em 2016 e em 2021 deverão ascender a cerca de 20 mil M€, sendo que nesses anos as amortizações dos empréstimos no âmbito do PAEF deverão corresponder a 10,1 e 14 mil M€, respetivamente.

¹⁰ Este valor encontra-se deduzido do montante resultante da recente oferta de troca de OT (3,8 mil M€), cuja data de amortização passou para 2015. ¹¹ Montante respeitante à privatização da REN.

¹² O diferencial decorre do facto da primeira parcela proveniente da reprivatização da EDP (600 M€), recebida em dezembro de 2011, apenas ter sido aplicada na amortização da dívida no presente exercício. Esta questão já tinha sido anteriormente assinalada pela UTAO (parágrafo 16 da [Informação Técnica n.º 4/2012](#), de 2 de fevereiro).

¹³ Mapa I – Receitas dos Serviços Integrados, por classificação económica.

¹⁴ Embora o relatório do OE/2012 refira que, no corrente ano, a receita das privatizações afeta à amortização da dívida ascenderá a 4000 M€.

¹⁵ Valor deduzido do montante resultante da recente oferta de troca de OT (3,8 mil M€), cujo prazo de amortização passou de 2013 para 2015.

12 De acordo com as mais recentes projeções, a dívida pública de Maastricht deverá atingir o seu valor máximo no final de 2013, iniciando uma trajetória descendente a partir do ano seguinte. Segundo o cenário central das mais recentes projeções apresentadas pelo FMI no *Fiscal Monitor* de outubro de 2012, o qual pressupõe uma normalização das condições de financiamento externo da economia portuguesa, a dívida pública deverá atingir 123,7% do PIB no final de 2013 e reduzir-se progressivamente até 115,1% do PIB no final do horizonte de projeção (2017). De acordo com o comunicado conjunto do FMI, BCE e Comissão Europeia relativo à 5.ª avaliação do PAEF, a trajetória da dívida pública mantém-se sustentável. Saliente-se que a redução que se encontra prevista nos exercícios relativos à dinâmica da dívida pública tem subjacente a existência de excedentes primários superiores a 3% do PIB até 2030 (note-se que para 2012 prevê-se um défice primário de 0,7%). Para que a dívida pública não se torne insustentável é ainda fundamental que o crescimento do produto passe a ser superior à taxa de juro implícita na dívida pública.

13 A revisão das projeções para 2012 e 2013 é significativa e ainda não foi justificada. Face à 4.ª avaliação regular do PAEF (de julho de 2012) verifica-se uma revisão em alta da projeção para a dívida pública de 4,7 e de 5,1 p.p. do PIB em 2012 e 2013, respetivamente (o equivalente a cerca de 7,1 e de 5,8 mil M€, respetivamente).¹⁶ Considerando que a projeção para o défice de 2012 foi revista em apenas 0,5 p.p. do PIB, o aumento da dívida será justificado pelo designado "ajustamento entre o défice e a dívida". Para este agregado podem contribuir, entre outros fatores: o alargamento do perímetro das administrações públicas a outras entidades; o menor montante de privatizações aplicado na amortização da dívida (estimado inicialmente em 4 mil M€); a aquisição de ativos financeiros por parte das administrações públicas (depósitos junto do sector financeiro, por exemplo); ou a reclassificação de dívidas comerciais para empréstimos, (nomeadamente aquelas que são sujeitas a renegociação de prazos ou montantes).¹⁷ Espera-se que o relatório da 5.ª avaliação do PAEF ou o relatório do OE/2013 venham esclarecer os motivos subjacentes à revisão das projeções.

Tabela 4 – Evolução das projeções para a dívida pública de Maastricht (stock em final de período, em percentagem do PIB)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2020	2025	2030
FMI/CE (MoU)	93,0	106,4	112,2	115,3	115,0	112,9	111,0	-	-	-
DEO/2011-15	92,9	100,8	106,1	106,8	105,0	101,8	-	-	-	-
FMI/CE (1.ª av.)	92,9	106,0	111,8	114,9	114,6	112,5	110,6	-	-	-
PDE (Set/2011)	93,3	100,8	-	-	-	-	-	-	-	-
OE/2012	93,3	101,9	110,5	-	-	-	-	-	-	-
FMI/CE (2.ª av.)	93,3	107,2	116,3	118,1	116,0	113,7	111,7	102,7	89,6	74,3
PDE (Mar/2012)	93,3	107,8	112,5	-	-	-	-	-	-	-
FMI/CE (3.ª av.)	93,3	106,8	112,4	115,3	114,4	112,8	110,7	102,7	88,9	77,1
DEO/2012-16	93,3	107,8	113,1	115,7	113,4	109,5	103,9	-	-	-
FMI/CE (4.ª av.)	93,3	107,8	114,4	118,6	117,7	115,7	113,7	105,3	91,7	79,6
FMI (Out/2012)	93,3	107,8	119,1	123,7	123,6	120,8	117,6	-	-	-
PDE (Set/2012)	93,5	108,1	119,1	-	-	-	-	-	-	-

Fontes: Ministério das Finanças (Relatório do OE/2012, DEO/2011-15, DEO/2012-16 e estimativa para o ano corrente do PDE - Procedimento dos Défices Excessivos), Banco de Portugal (PDE), FMI (MoU, Relatórios de avaliação regular do PAEF e *Fiscal Monitor/out-2012*). Notas: a definição utilizada para a dívida pública é a estabelecida no âmbito do PDE (vulgo "Dívida de Maastricht"). A revisão em baixa das projeções, operada entre a 2.ª e a 3.ª avaliação do PAEF, deveu-se aos efeitos de consolidação decorrentes da estratégia de substituição de empréstimos bancários a entidades públicas por financiamentos do tesouro, cujos fundos têm origem em parte da receita das transferências dos fundos de pensões de 2011. A revisão em alta entre a 3.ª e a 4.ª avaliação deveu-se: à alteração da projeção para o PIB nominal, à execução do Programa de Apoio à Economia Local, relacionada com pagamentos em atraso, a revisões contabilísticas ao nível de dívida pública no final de 2011 e a ajustamentos às projeções para a aquisição de ativos financeiros.

¹⁶ Para efetuar este cálculo foram utilizadas as previsões do Ministério das Finanças para a dívida e para o PIB nominal de 2012, as quais constam no PDE de setembro de 2012, bem como a estimativa para 2013 para a variação real e para o deflator do PIB, ambos disponíveis na proposta das Grandes Opções do Plano para 2013.

¹⁷ Ver decisão do Eurostat "[The statistical recording of some operations related to trade credits incurred by government units](#)" de 31 de julho de 2012.