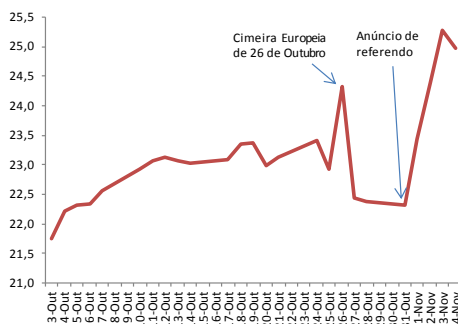


Condições de Mercado

**1 No último mês a crise da dívida soberana europeia atingiu uma dimensão sem precedentes.** No início do mês de Outubro o executivo grego apresentou um plano orçamental que apontava para um défice de 8,5% do PIB em 2011, aquém do objectivo de 7,6% acordado com o FMI/UE. O mero reconhecimento da não concretização daquele objectivo espoletou o aumento das *yields* da dívida pública em diversos países europeus.

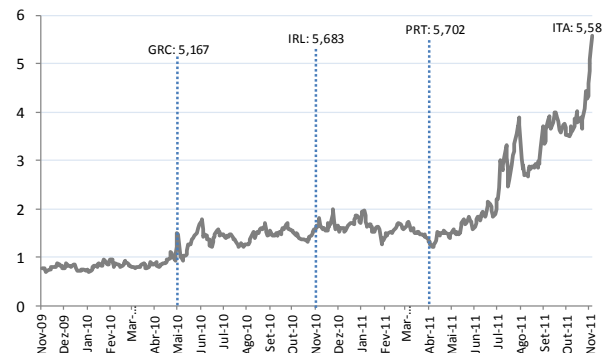
Gráfico 1 – Taxa de rendibilidade das Obrigações do Tesouro gregas com maturidade a 10 anos (em percentagem)



**2 Foram acordadas novas condições de assistência financeira à Grécia.** Na Cimeira do Euro de 26 de Outubro foi apresentado um plano de reestruturação voluntária da dívida pública grega que prevê um desconto de 50% do valor nominal dessa dívida detida por investidores privados, tendo por objectivo atingir um rácio da dívida no PIB de 120% em 2020. Para além desse plano foi ainda anunciada a extensão dos montantes e dos prazos do financiamento institucional (até 100 mil M€ até 2014) tendo, como contrapartida, a implementação de novas medidas de austeridade por parte da Grécia e o reforço dos mecanismos de controlo da implementação das reformas.

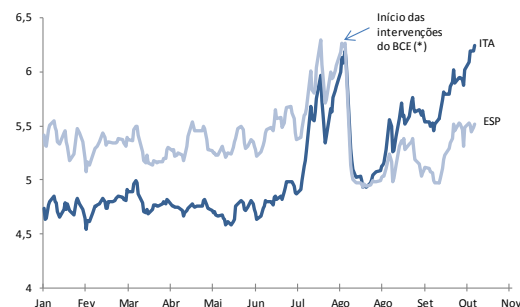
**3 As *yields* da dívida pública italiana atingiram níveis máximos desde a entrada na área do euro.** As *yields* da dívida pública de outros países terão sofrido um efeito de contágio causado pelos desenvolvimentos ocorridos em torno da situação grega, receando-se uma extensão da crise da dívida soberana a Itália e a Espanha. Ainda que a alavancagem do Fundo Europeu de Estabilidade Financeira (FEFF) tenha também sido acordada na referida Cimeira, existirá a convicção junto dos investidores internacionais que este fundo poderá não ter dimensão suficiente para fazer face a novos pedidos de assistência financeira. Em resultado desta percepção, as *yields* da dívida pública italiana com maturidade a 10 anos aumentaram para níveis consistentemente acima de 6%, não obstante a participação activa do BCE no mercado secundário da dívida pública, ao abrigo do *Securities Markets Programme*. Inclusivamente, nos primeiros dias de Novembro o diferencial das *yields* dos títulos italianos com maturidade a 10 anos face às congéneres alemãs (*Bund*) aproximou-se daqueles que vigoravam na Grécia, Irlanda e Portugal no momento dos respectivos pedidos de assistência financeira.

Gráfico 2 – Prémio de Risco das Obrigações do Tesouro italianas (diferencial das *yields* face às congéneres alemãs, em percentagem)



Nota: O diferencial das *yields* face às congéneres alemãs (*spread*) foi calculado para os títulos de dívida com maturidade a 10 anos. O *spread* de Itália corresponde ao valor verificado no dia 9 de Novembro e os *spreads* dos restantes países (apresentados a título indicativo) referem-se ao valor médio verificado no mês em que foi solicitada a assistência financeira. De salientar que são as taxas de juro do mercado primário, estabelecidas no momento da emissão, que contribuem para a dinâmica da dívida pública e determinam a sua sustentabilidade a médio e longo prazo, e não propriamente os *spreads* ou as *yields*.

Gráfico 3 – Taxa de rendibilidade das Obrigações do Tesouro italianas e espanholas com maturidade a 10 anos (2011, em percentagem)



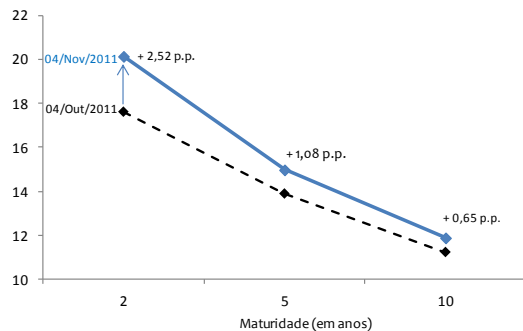
**4 No mês de Outubro ocorreram novas reduções de notação da dívida soberana europeia, desta feita afectando Itália e Espanha.** Depois da redução do *rating* da dívida pública italiana por parte da *Standard & Poors*, ocorrida em Setembro, as agências *Moody's* e *Fitch* anunciaram uma descida em Outubro. Ainda durante a primeira quinzena de Outubro, o *rating* de Espanha foi também reduzido pelas agências *Fitch* e *Standard & Poors*. De acordo com estas agências de notação, as reduções resultaram, entre outros factores internos, da vulnerabilidade destes países à crise da dívida soberana. Mais recentemente, na sequência do agravamento das condições de financiamento no mercado primário da dívida pública, o executivo italiano comprometeu-se com os parceiros europeus a implementar um plano de consolidação orçamental e solicitou formalmente assistência técnica ao FMI, com o objectivo de este passar a monitorizar trimestralmente as suas contas públicas (prevendo-se a divulgação pública dessas avaliações, tal como sucede noutros países sujeitos a um

programa de assistência financeira (PAF)). Esta assistência, embora não inclua um plano de financiamento, permitirá às autoridades italianas usufruir do conhecimento técnico e da credibilidade do FMI.

**5 O BCE considera que se materializaram os riscos descendentes sobre a actividade económica.** Na última reunião de política monetária de 3 de Novembro, o BCE decidiu diminuir as taxas de juro directoras em 25 pontos base. Na base desta decisão esteve a redução das pressões inflacionistas causada pelo provável abrandamento da actividade económica. Os riscos descendentes sobre a actividade económica ter-se-ão materializado, os quais se encontram agravados por um contexto de incerteza particularmente elevado. Inclusivamente, o Presidente do BCE utilizou o termo "recessão suave" (*mild recession*) para caracterizar a evolução da actividade económica nos próximos trimestres.

**6 Neste contexto, as yields das Obrigações do Tesouro portuguesas apresentaram acréscimos em todos os prazos** face ao mês anterior, nomeadamente nos mais curtos, aumentando 2,52, 1,08 e 0,65 p.p. nos prazos de 2, 5 e 10 anos, respectivamente. Na sequência destes aumentos, a inclinação negativa da curva de rendimentos tornou-se mais acentuada. De notar que o aumento das yields intensificou-se na última semana, variação à qual não terá sido alheia a incerteza em torno da situação vivida na Grécia.

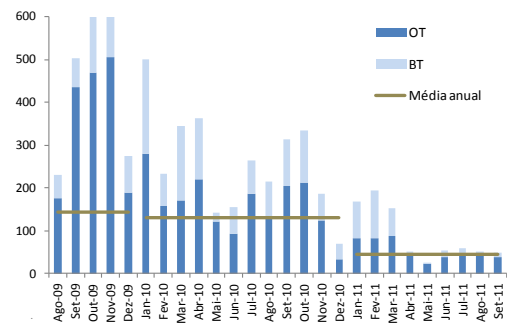
**Gráfico 4 – Curva de rendimentos das Obrigações do Tesouro portuguesas (em percentagem)**



Fonte: Bloomberg.

**7 A fraca liquidez registada no mercado secundário dificulta a adequada aferição da percepção de risco.** 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 reduzidas transacções efectuadas por alguns operadores poderão traduzir-se em alterações bruscas e 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 44,8 M€, as quais comparam com 143,1 e 130,1 M€ em 2009 e 2010, respectivamente.

**Gráfico 5 – Transacções médias diárias no mercado secundário da dívida pública portuguesa (em milhões de euros)**

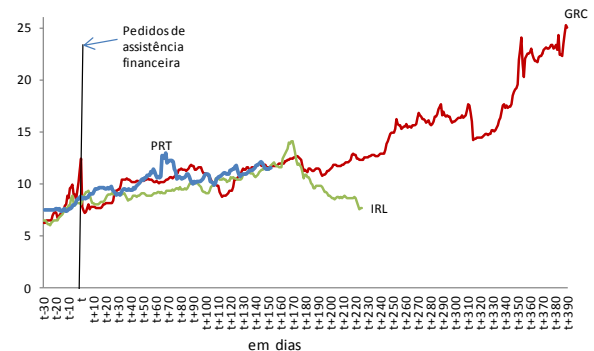


Fontes: MTS-Portugal, BrokerTec, eSpeed, via IGCP.

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.

**8 Contrariando a tendência generalizada, as yields da dívida pública irlandesa têm evoluído favoravelmente.** O programa de assistência financeira na Irlanda tem sido considerado um sucesso pelos responsáveis do FMI/UE. Essa percepção tem vindo a obter confirmação junto dos investidores em títulos de dívida pública. Com efeito, as yields da dívida pública irlandesa com maturidade a 10 anos alcançaram os valores que vigoravam antes do pedido de assistência financeira, decorridos que estão 225 dias do anúncio desse pedido. Quando estão decorridos pouco mais de 150 dias do pedido de assistência financeira efectuado pelas autoridades portuguesas, verifica-se que as yields apresentam uma evolução muito semelhante às evidenciadas pelos outros dois países intervencionados, no decurso do mesmo período. Daí em diante, embora as circunstâncias temporais e as situações concretas sejam distintas entre os dois países, a evolução da situação irlandesa é claramente divergente da helénica.

**Gráfico 6 – Evolução das yields das Obrigações do Tesouro com maturidade a 10 anos após a formulação dos pedidos de assistência financeira (em percentagem)**



Fonte: Bloomberg.

Notas: O momento t representa a data dos respectivos pedidos de assistência financeira, tendo estes sido efectuados em Maio de 2010, Novembro de 2010 e Abril de 2011, respectivamente pela Grécia, Irlanda e Portugal.

**9 A dívida directa do Estado português ultrapassou os 100% do PIB, tendo atingido o montante de 178,2 mil M€ no final de Setembro de 2011.**

**Tabela 1 – Dívida directa do Estado português**  
(posições em final de período, em milhões de euros)

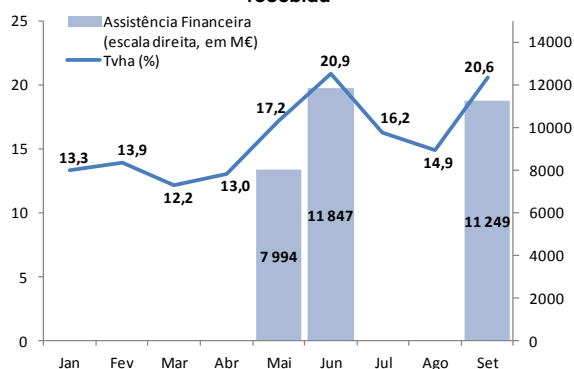
	Set-10	Ago-11	Set-11	Tvh (%)
<b>Titulada</b>	129 737	131 421	130 198	0,4
Curto prazo	24 302	23 051	21 719	-10,6
Médio e longo prazo	105 435	108 370	108 479	2,9
<b>Não titulada</b>	18 008	17 591	16 839	-6,5
Cert. Aforro	16 096	12 466	12 215	-24,1
Cert. do Tesouro	286	1 267	1 277	
Outra	1 626	3 858	3 347	
Assist. Financeira	0	19 877	31 126	
<b>Total</b>	<b>147 745</b>	<b>168 889</b>	<b>178 163</b>	<b>20,6</b>
<b>Por memória:</b>				
Transaccionável	124 631	126 223	124 995	0,3
Não Transaccionável	23 116	42 666	53 169	
Euro	145 129	166 962	165 614	14,1
Não euro	2 616	1 927	12 549	

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.

**10 A evolução do volume da dívida directa encontra-se influenciada pelo recebimento de vários desembolsos do empréstimo no âmbito do Programa de Assistência Financeira.** O volume da dívida directa registou um acréscimo de 5,5% relativamente ao mês anterior e de 20,6% face ao mês homólogo de 2010 (a segunda taxa mais elevada no corrente ano). Esta evolução é explicada pelo recebimento de 11 mil M€ durante o mês de Setembro, no âmbito do PAF, cujo total de empréstimos já ascende a cerca de 30 mil M€ em termos acumulados. Recorde-se que uma evolução idêntica já tinha ocorrido em Maio e Junho, aquando do recebimento dos anteriores desembolsos. Assim, desde o início do ano, o stock da dívida directa do Estado já aumentou 26,4 mil M€, cerca de 17%.

**Gráfico 7 – Variação homóloga da dívida directa do Estado português em 2011 e sua relação com a Assistência Financeira recebida**



Fonte: IGCP. Cálculos da UTAO. | Nota: Os valores nominais em dívida relativos à Assistência Financeira incluem a margem exigida pelo FEEF acima do seu custo de financiamento, assim como mais/menos valias e variações cambiais.

**11 A totalidade do financiamento previsto para o corrente ano ao abrigo do PAF já foi recebida quase na íntegra.** No mês de Setembro, Portugal recebeu 11 mil M€ ao abrigo do programa de assistência financeira (cerca de 7 e 4 mil M€ do MEEF e do FMI, respectivamente). Em termos acumulados, o financiamento já ascende a cerca de 30 mil M€, valor que corresponde a 17,5% do total da dívida pública. Face ao estimado no relatório da proposta de lei do OE/2012, até ao final do corrente ano

faltará receber 2,7 mil e 0,6 mil M€ provenientes do FMI e do MEEF, respectivamente. O montante total recebido até ao final de Setembro, corresponde a cerca de 38% do total a ser emprestado até 2014: 78 mil M€, dos quais 30,3 mil M€ no próximo ano (de acordo com o previsto no relatório da proposta do OE/2012).

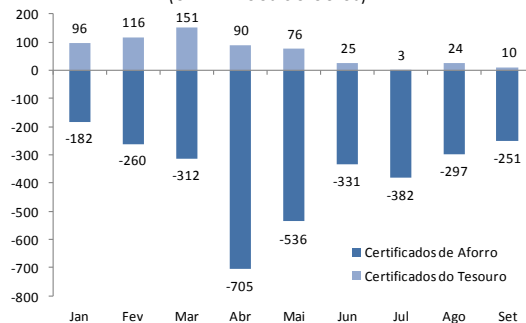
**Tabela 2 – Empréstimos recebidos e a receber até 2012 ao abrigo do Programa de Assistência Financeira** (em mil milhões de euros)

	2011		2012
	Até 30-Set	Ano	Ano
<b>TOTAL</b>	<b>29,8</b>	<b>33,0</b>	<b>30,3</b>
FMI	10,3	12,9	8,3
U.E.	19,5	20,1	22,0
MEEF	13,5	14,1	8,3
FEEF	6,0	6,0	13,7

Fontes: IGCP (valores recebidos) e relatório da proposta do OE/2012 (valores a receber, os quais diferem dos que constam da 1.ª avaliação trimestral do PAF). | 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.

**12 No âmbito da dívida não titulada, as subscrições líquidas de Certificados do Tesouro continuam a não compensar os resgates líquidos de Certificados de Aforro.** O stock de Certificados de Aforro registou uma redução homóloga de 3881 M€, correspondente a -24,1%. Apesar de no mês de Setembro o montante de resgates líquidos de Certificados de Aforro ter sido o mais reduzido desde Janeiro (251 M€), a subscrição líquida de Certificados do Tesouro foi de apenas 10 M€, mantendo a fraca expressão que vem apresentando desde o final do 1.º semestre. Refira-se que, em termos acumulados desde o início do corrente ano, os resgates líquidos ascendem a 3256 M€, excedendo largamente a previsão de 500 M€ inscrita no relatório do OE/2011. Esta previsão foi revista em alta para 4080 M€ no relatório da proposta do OE/2012.

**Gráfico 8 – Variação líquida mensal dos Certificados de Aforro e dos Certificados do Tesouro em 2011**  
(em milhões de euros)



Fonte: IGCP. Cálculos da UTAO.

**13 As taxas médias ponderadas das emissões efectuadas em Outubro foram as segundas mais elevadas do corrente ano para prazos semelhantes.** No mês de Outubro foi colocado um montante total de 2225 M€ em Bilhetes do Tesouro (BT), através de duas emissões com maturidades de 3 meses e de outra de 6 meses. Não obstante as respectivas taxas médias ponderadas se terem situado sensivelmente ao mesmo nível das últimas emissões análogas, estas foram as segundas mais elevadas do corrente ano para prazos semelhantes. A taxa relativa às emissões a 3 meses (4,97%) foi inclusivamente superior à conseguida no mesmo mês pela Grécia, numa linha com igual maturidade (4,61%).

**14 O recurso continuado a emissões de curto prazo coloca um risco acrescido no que diz respeito ao**

**refinanciamento da dívida.** De acordo com o programa de financiamento recentemente divulgado pelo IGCP, aquela entidade deverá realizar mais cinco leilões de BT até ao final do ano (quatro dos quais com uma maturidade de 3 meses), de modo a garantir um financiamento acumulado entre 3 e 5,25 mil M€. Esta preferência por prazos mais curtos levará a maiores necessidades brutas de financiamento no futuro próximo.

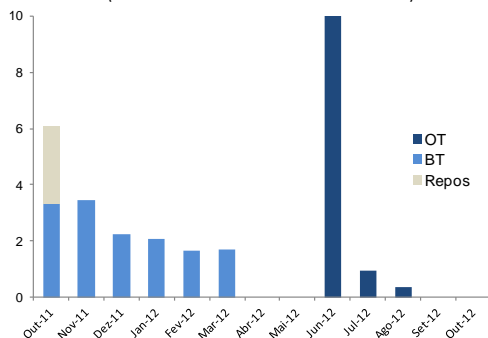
**Tabela 3 – Emissões de dívida em Outubro/2011**

Maturidade	Bilhetes do Tesouro		
	Jan-12	Jan-12	Abr-12
Data da Transacção	05-Out	19-Out	19-Out
Prazo	3 meses	3 meses	6 meses
Montante Colocado (M€)	722	1 071	432
Montante de Procura (M€)	1 622	2 172	1 588
<b>Taxa média (%)</b>	<b>4,972</b>	<b>4,972</b>	<b>5,250</b>
Por memória: emissão anterior	Set-11	Out-11	Set-11
com maturidade equivalente (%)	4,931	4,972	5,249

Fonte: IGCP. Cálculos da UTAO.

**15 Cerca de metade das necessidades brutas de financiamento nos próximos doze meses, concentram-se no último trimestre do corrente ano.** Até ao final do corrente ano, essas necessidades brutas ascenderão a 12,3 mil M€, estando sobretudo associadas a amortizações de BT e de empréstimos de curto prazo (repos). Nos próximos doze meses, as necessidades brutas de financiamento totalizarão cerca de 30 mil M€, correspondentes a 23,4% do total do stock de dívida transaccionável em final de Setembro.

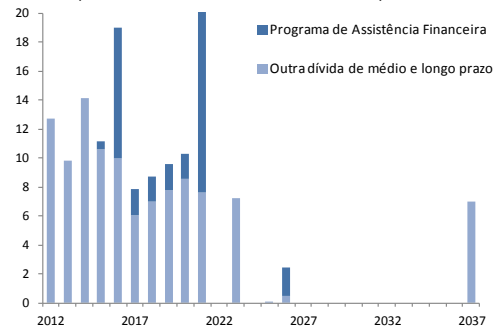
**Gráfico 9 – Amortização da dívida de curto prazo**  
(em milhares de milhões de euros)



Fonte: IGCP. | Nota: Considera-se apenas o stock da dívida vigente a 30 de Setembro, ou seja, excluem-se as amortizações que decorrerão de emissões de dívida pública ainda não ocorridas.

**16 Considerando apenas o stock da dívida vigente no final de Setembro, será expectável uma amortização de dívida na ordem dos 130 mil M€ até 2023.** Mais de metade deste valor deverá ser amortizado nos próximos 5 anos (67 mil M€, dos quais 19 mil M€ no ano de 2016, incluindo cerca de 9 mil M€ de empréstimos já recebidos ao abrigo do PAF). As amortizações mais expressivas deverão ocorrer em 2021: 20 mil M€, dos quais 12,6 mil M€ decorrentes dos empréstimos no âmbito do PAF.

**Gráfico 10 – 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 a 30 de Setembro, ou seja, excluem-se as amortizações que decorrerão de emissões de dívida pública ainda não ocorridas.

**17 No final do 3.º trimestre, o pagamento de “Juros e outros encargos” correspondeu a 2/3 da dotação inicial.** De acordo com a última Síntese da Execução Orçamental publicada pela DGO (na óptica da contabilidade pública), os juros e outros encargos pagos pelo subsector Estado até ao final do 3.º trimestre ascenderam a 4165 M€, representando cerca de 2/3 da dotação inicialmente inscrita no OE/2011. Tendo em conta o reforço proposto em sede da 2.ª alteração ao OE/2011, faltará pagar no último trimestre do ano um montante de juros e outros encargos na ordem dos 2208 M€, a maior parte do qual respeitante a Obrigações do Tesouro.