

Condições de Mercado

1 Em Dezembro, as yields da dívida pública diminuíram na maioria dos países da área do euro. Com efeito, depois das yields terem atingido máximos em Novembro em alguns países europeus (desde a criação do euro), estas recuaram no mês de Dezembro.

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

	31 Dez 2009	31 Dez 2010	31 Mar 2011	30 Jun 2011	30 Set 2011	30 Nov 2011	28 Dez 2011	Var. mensal (até 28)	Var. desde o início do ano
Grécia	2,4	9,5	9,5	12,9	19,9	29,7	33,4	3,7	23,9
Portugal	0,7	3,6	5,1	7,6	8,8	11,8	11,5	-0,3	7,8
Itália	0,8	1,9	1,5	1,9	3,7	4,7	5,1	0,4	3,3
Espanha	0,6	2,5	1,9	2,4	3,2	4,0	3,3	-0,7	0,8
França	0,2	0,4	0,4	0,4	0,7	1,1	1,1	0,0	0,7
Irlanda	1,5	6,0	6,9	8,7	5,8	7,1	6,5	-0,5	0,5

Fonte: Bloomberg (online). | Nota: no caso da Irlanda foram utilizadas as taxas de rentabilidade 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.

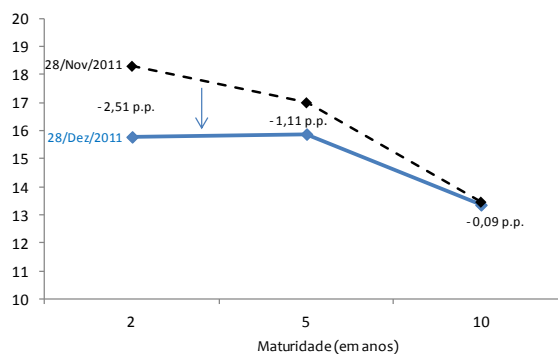
2 Na mais recente cimeira da União Europeia foi acordado o reforço da coordenação das políticas económicas. Na cimeira da UE que teve lugar nos dias 8 e 9 de Dezembro, em Bruxelas, os 17 membros da área do euro e os demais países da UE, com a excepção do Reino Unido, acordaram um novo pacto orçamental e o reforço da coordenação das políticas económicas. Nesse acordo instituiu-se uma nova regra orçamental: o défice estrutural não poderá, por norma, exceder 0,5% do PIB nominal, devendo esta regra ser incorporada nos ordenamentos jurídicos nacionais dos Estados-Membros (a nível constitucional ou equivalente). Deste modo, os Estados-Membros sujeitos ao procedimento relativo aos défices excessivos (i.e., com défices superiores a 3% do PIB) terão de submeter à aprovação da Comissão Europeia e do Conselho Europeu as reformas estruturais necessárias para assegurar a correcção duradoura desses défices. Ainda nesse âmbito, está prevista a especificação de um critério para a diminuição gradual da dívida pública excessiva, através da aplicação de uma regra que imponha a sua redução ao longo de vinte anos, até que atinja 60% do PIB.

3 Paralelamente, o BCE adoptou medidas não convencionais destinadas a apoiar o crédito bancário e a aumentar a liquidez na área do euro. Em 8 de Dezembro de 2011, o Conselho do BCE aprovou medidas adicionais com vista a apoiar o crédito bancário e a liquidez no mercado monetário da área do euro. Entre outras medidas, o BCE decidiu: realizar duas operações de refinanciamento com um prazo de 3 anos (em vez dos 12 meses anteriormente estabelecidos para estas operações, denominadas LTRO - *Longer-term Refinancing Operations*); reduzir o rácio de reserva de 2% para 1%, com início em 18 de Janeiro de 2012; e aumentar a elegibilidade dos activos dados como garantia para financiamento junto do BCE. O montante total da primeira operação de refinanciamento a 3 anos, realizada no dia 22 de Dezembro, ascendeu a 489 mil M€, superando as expectativas dos analistas financeiros. Espera-se que este montante, aliado às outras medidas

referidas, seja suficiente para suprir as necessidades de financiamento de curto prazo dos bancos (que têm cerca de 230 mil M€ de obrigações a atingir a maturidade durante o primeiro trimestre de 2012) e que permita ainda continuar a financiar a actividade económica do sector não monetário.

4 As recentes emissões de dívida pública italiana transmitiram um sinal contraditório sobre a percepção de risco dos investidores. A última colocação do ano 2012 de dívida pública por parte de Itália foi aguardada com alguma expectativa, uma vez que esta podia servir de teste à reacção dos investidores após a concretização do já referido programa de refinanciamento do BCE a 3 anos. Se a emissão ocorrida no dia 27 foi considerada um sucesso, pois permitiu colocar 9 mil M€ de BT a 6 meses a uma taxa de juro média de 3,25%, metade da taxa paga há cerca de um mês numa emissão análoga, as emissões do dia 28 de Dezembro tiveram um sucesso muito relativo. Com efeito, nem todo o montante das OT a 3 anos foi colocado e foi obtida uma taxa média em torno de 5,5% (ainda que inferior à emissão de Novembro). No que se refere à emissão das OT a 10 anos, esta foi colocada a uma taxa média próxima de 7%. Uma possível leitura do resultado destas emissões é a de que os mercados financeiros parecem ter afastado os receios de instabilidade da área do euro no curto prazo, mas o mesmo não se poderá afirmar com segurança no que respeita a um horizonte temporal mais alargado.

Gráfico 1 – Curva de rendimentos das Obrigações do Tesouro portuguesas (em percentagem)



Fonte: Bloomberg (online).

5 Neste contexto, as yields das Obrigações do Tesouro portuguesas apresentaram decréscimos assinaláveis nos prazos mais curtos face ao mês anterior, diminuindo 2,51 e 1,11 p.p. nos prazos de 2 e 5 anos, respectivamente.

Movimento da Dívida Pública

6 A dívida directa do Estado diminuiu em Novembro relativamente ao mês de precedente. O stock da dívida directa do Estado reduziu-se em cerca de 2,1 mil M€ (-1,2%), na sequência da amortização de Bilhetes do Tesouro, de Certificados de Aforo e de outra dívida não titulada. Para esta redução também contribuiu o facto de, em Novembro, Portugal não ter recebido qualquer desembolso ao abrigo do PAF. Não obstante a redução

mensal, o stock da dívida aumentou 18,3% face ao período homólogo de 2010.

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

	Nov-10	Out-11	Nov-11	Tvh (%)
Titulada	131 226	128 889	127 774	-2,6
Curto prazo	23 191	20 521	19 332	-16,6
Médio e longo prazo	108 035	108 368	108 442	0,4
Não titulada	16 500	16 392	15 188	-8,0
Cert. Aforro	15 734	11 923	11 651	-26,0
Cert. do Tesouro	452	1 278	1 293	.
Outra	314	3 191	2 244	.
Assist. Financeira	0	31 510	31 725	.
Total	147 726	176 792	174 687	18,3
Por memória:				
Transaccionável	126 545	123 753	122 793	-3,0
Não Transaccionável	21 181	53 039	51 894	.
Euro	145 124	174 779	162 097	11,7
Não euro	2 602	2 013	12 590	.

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, excepto os títulos emitidos a desconto, que estão expressos ao valor descontado.

7 Em 2011, o financiamento ao abrigo do PAF ficou ligeiramente acima do previsto no relatório do Orçamento de Estado para 2012. Em Novembro não foram desembolsados novos empréstimos no âmbito do PAF. Já no mês de Dezembro, ao abrigo da 3.ª tranche entretanto aprovada, o FMI desembolsou mais 2887 M€ e o FEEF cerca de 980,4 M€ (ao valor de encaixe). Este último desembolso tem, por motivos que se prenderão com a estratégia de *funding* do FEEF, uma maturidade de apenas 3 meses. Porém, na data de amortização do empréstimo está previsto o refinanciamento, pelo próprio FEEF, por um prazo mais alargado, que poderá ir até um máximo de 15 anos. Com os dois novos empréstimos de Dezembro o financiamento ao abrigo do PAF totalizou 34,2 mil M€ em 2011, ficando cerca de 1,2 mil M€ acima do previsto para o corrente ano no relatório do OE/2012.

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

	2011		2012	2013	2014
	Executado	Previsto			
TOTAL	34,2	33,0	30,3	10,0	5,1
FMI	13,1	12,9	8,3	3,3	1,7
U.E.	21,1	20,1	22,0	6,7	3,4
MEEF	14,1	14,1	8,3	3,4	1,7
FEEF	7,0	6,0	13,7	3,4	1,7

Fontes: IGCP (valores recebidos até 31/11), Relatório do Orçamento de Estado (2011 e 2012) e 2.ª avaliação trimestral do PAF (2013 e 2014). | Nota: O montante efectivamente recebido 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.

8 Em Dezembro foi efectuada apenas uma das duas emissões previstas de Bilhetes do Tesouro. No derradeiro mês de 2011 foi realizado apenas um leilão de BT por parte do IGCP, tendo sido colocados mil M€ com um prazo de 3 meses. A taxa média de emissão foi ligeiramente inferior à última emissão análoga efectuada em Novembro. O último leilão de BT programado para o dia 21 de Dezembro, cujo montante indicativo de emissão se situava entre 750 e 1250 M€, foi cancelado pelo IGCP. Esta situação não é de todo incomum, tendo em conta que se trata do último leilão do ano e que já estarão satisfeitas todas as necessidades de financiamento previstas para 2011.

Tabela 4 – Recentes emissões de dívida

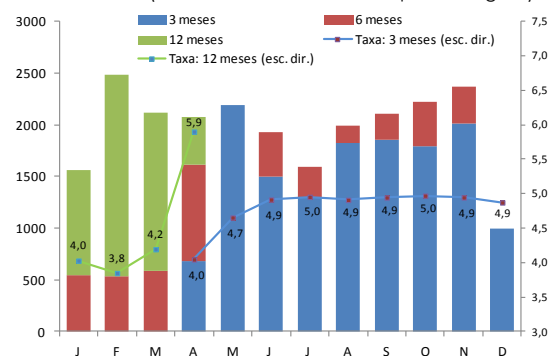
Maturidade	Fev-12	Mai-12	Mar-12
Data da Transacção	16-Nov	16-Nov	07-Dez
Prazo	3 meses	6 meses	3 meses
Montante Colocado (M€)	773	350	1 000
Montante de Procura (M€)	1 852	1 422	1 985
Taxa média (%)	4,895	5,250	4,873
Por memória: emissão anterior com maturidade equivalente (%)	Nov-11	Out-11	Nov-11
	4,997	5,250	4,895

Fonte: IGCP. Cálculos da UTAO.

9 Uma parte muito significativa das emissões de dívida pública tem sido efectuada por prazos muito curtos, aumentando as necessidades de refinanciamento futuras.

A preferência por prazos cada vez mais curtos nas emissões de BT ao longo do ano 2011 permitiu a redução dos custos de financiamento, uma vez que essas emissões beneficiaram de taxas de juro médias mais baixas que as exigidas em emissões de maior maturidade. Contudo, essa estratégia de gestão da dívida pública também contribuiu para aumentar as necessidades de refinanciamento futuras, uma vez que a maturidade média do stock da dívida de curto prazo também se reduziu em conformidade. A título de exemplo, no 1.º trimestre de 2012 será necessário refinarçar 10,2 mil M€ de BT que atingem a maturidade, o que corresponderá a aproximadamente 43% do total de amortizações de BT e OT previstas para 2012 (não considerando as novas emissões de dívida que ocorrerão em 2012). De acordo com o programa de financiamento do IGCP para o 1.º trimestre de 2012 manter-se-á a aposta em leilões de BT de 3 e 6 meses.

Gráfico 2 – Emissões de BT em 2011 e respectivas taxas de juro médias (em milhões de euros e em percentagem)

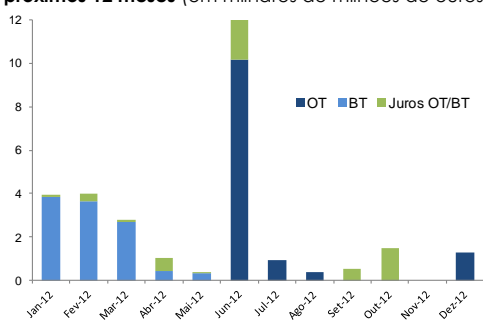


Fonte: IGCP.

10 As amortizações de dívida nos próximos doze meses corresponderão a cerca de 18,5% do stock de dívida transaccionável.

Em 2012, as necessidades de financiamento decorrentes da amortização de dívida (viva) totalizarão cerca de 22,7 mil M€, dos quais 10,96 mil M€ associados a amortizações de BT e cerca de 12,8 mil M€ relativos à amortização de OT. Àqueles valores acrescerá ainda o pagamento de juros de OT, de 4667,9 M€, e de BT (vivos), em cerca de 303,3 M€.

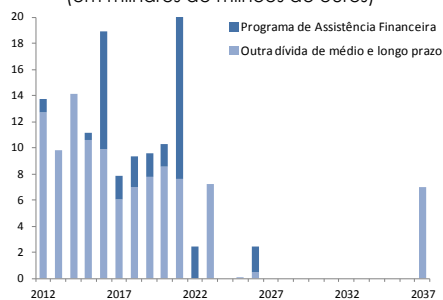
Gráfico 3 – Amortização de OT e BT e pagamento de juros nos próximos 12 meses (em milhares de milhões de euros)



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

11 Considerando apenas o stock da dívida existente, será expectável uma amortização de dívida na ordem dos 134,5 mil M€ até 2023. Nos próximos quatro anos deverá ser amortizado cerca de 36% desse montante total. Porém, as amortizações mais expressivas deverão ocorrer em 2016 e 2021, ascendendo a cerca de 20 mil M€ em cada um desses anos e sendo influenciadas em grande medida pelas amortizações dos empréstimos no âmbito do PAF (cerca de 9 e 12,5 mil M€, respectivamente).

Gráfico 4 – 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, ou seja, não se efectua qualquer estimativa para os montantes e as datas de amortização das futuras emissões.

Necessidades de Financiamento em 2012

12 Estima-se que as administrações públicas dos países da área do euro venham a ter de se financiar em cerca de 1,56 biliões de euros no ano de 2012, correspondendo a 16,3% do PIB da união monetária. A parte mais significativa dessas necessidades decorrerá da amortização de dívida pública prevista para o próximo ano, devendo o financiamento dos défices públicos representar 3,4% do PIB. Ainda que estes valores assumam proporções significativas, compararão favoravelmente com as necessidades de financiamento de outros países desenvolvidos. De acordo com uma nota de análise da agência *Fitch*, publicada a 21 de Dezembro, as necessidades brutas de financiamento das administrações públicas japonesas e norte-americanas em 2012 representarão 56,5 e 24,3% do respectivo PIB.

13 As necessidades brutas de financiamento das administrações públicas portuguesas deverão representar cerca de 20% do PIB (excluindo os montantes destinados à recapitalização do sistema bancário, cuja estimativa é de difícil concretização, e outras necessidades de financiamento de menor importância) e cerca de 2% do

total da área do euro. No contexto actual de crise da dívida soberana, uma necessidade bruta de financiamento de 1/5 do PIB colocaria a República portuguesa numa situação de elevada vulnerabilidade na área do euro, dado que neste indicador Portugal apenas é suplantado pela Grécia, Itália e Bélgica (em percentagem do respectivo PIB). Ainda assim, essa aparente vulnerabilidade encontra-se temporariamente anulada pelo programa de assistência financeira da UE/FMI, o qual garantirá, na ausência de eventos inesperados que ampliem as necessidades de financiamento, uma parte muito substancial do financiamento de 2012.

Tabela 5 – Necessidades brutas de financiamento das administrações públicas em 2012 (em percentagem do PIB)

	Défice das Administrações Públicas		Amortizações de dívida		Nec. Brutas de Financiamento		
	Total	Primário	Juros	Longo Prazo	Curto Prazo	(em % do PIB)	(em mil M€)
Grécia	7,0	-1,0	8,0	15,7	7,8	30,5	64,6
Itália	2,2	-3,2	5,4	12,5	8,1	22,8	368,8
Bélgica	4,7	1,4	3,3	7,3	8,7	20,7	78,9
Portugal	4,5	-0,5	5,0	7,6	7,7	19,7	33,3
França	5,4	2,6	2,8	4,8	9,0	19,2	389,3
Espanha	5,9	3,5	2,4	9,1	2,8	17,9	195,7
Holanda	3,1	1,3	1,9	5,5	8,5	17,1	106,8
Chipre	4,9	2,2	2,8	6,5	4,3	15,8	2,9
Eslóvaquia	5,0	3,5	1,5	3,5	3,8	12,3	8,8
Irlanda	8,6	4,3	4,3	3,5	0,0	12,1	19,3
Malta	3,5	0,2	3,3	4,5	3,0	11,0	0,7
Eslóvenia	5,3	3,1	2,1	3,0	2,5	10,7	3,9
Alemanha	1,0	-1,3	2,3	6,1	2,2	9,3	245,0
Áustria	3,1	0,3	2,8	4,9	1,0	9,0	27,9
Finlândia	0,9	-0,3	1,2	3,7	3,9	8,5	16,9
Área Euro (17)	3,4	0,3	3,1	7,3	5,6	16,3	1564,2
Por memória (em mil M€):							
Portugal	7,6	-0,9	8,4	12,8	12,9		33,3
Área Euro (17)	328,9	29,3	302,0	700,7	534,6		1564,2

Fonte: Comissão Europeia/AMECO (para o défice das administrações públicas e PIB), *Fitch Ratings* e FMI. | Nota: Os países sob intervenção da UE/FMI têm o financiamento de longo prazo assegurado por essa via. A *Fitch* considera apenas a dívida transaccionável e, para as amortizações de curto prazo, considera o stock de dívida com maturidade inferior a um ano, em vigor no final de 2011. Para Portugal considerou-se a informação do *Staff Report do FMI* relativa à 2.ª avaliação do PAF e excluiu-se deste apuramento o montante destinado à recapitalização do sistema bancário e ao financiamento líquido de outros instrumentos de dívida, os quais, no seu conjunto, foram estimados pelo FMI em 9 mil M€ para o ano 2012 (caso fosse incluído o referido montante, as necessidades brutas de financiamento totalizariam 42,1 mil M€).

14 O FMI estima que, entre 2012 e 2016, o financiamento do défice público (i.e. as necessidades líquidas de financiamento) venha a representar 15% do total das necessidades brutas. Com efeito, a dimensão das amortizações de dívida pública portuguesa é de tal ordem expressiva que a normalização dos mercados da dívida soberana será determinante para o sucesso do processo de ajustamento orçamental e estrutural em curso. Por fim, constata-se que o valor a pagar em juros nos próximos 5 anos totalizará 46 mil M€, o qual será parcialmente compensado pelo excedente primário acumulado entre 2012 e 2016 (22,4 mil M€).

Tabela 6 – Necessidades de financiamento das administrações públicas portuguesas (em milhares de milhões de euros)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Σ 2012/16
Necessidades Brutas	38,8	43,4	39,7	33,3	28,0	31,3	27,5	38,4	158,5
Necessidades Líquidas	17,1	16,9	10,1	7,6	5,2	4,1	3,4	3,4	23,7
defícite primário	12,2	11,7	2,8	-0,9	-3,7	-5,3	-6,2	-6,3	-22,4
Juros	4,9	5,2	7,3	8,4	8,9	9,4	9,6	9,7	46,0
Amortização de dívida	21,7	26,5	29,6	25,7	22,8	27,2	24,1	35,0	134,8
médio e longo prazo	7,2	7,3	9,5	12,8	9,8	14,2	10,6	9,8	57,2
curto prazo	14,5	19,2	20,1	12,9	13,0	13,0	13,0	13,0	64,9

Fonte: FMI (*Staff Report*, 2.ª avaliação do PAF). | Nota: Excluiu-se deste apuramento o montante destinado à recapitalização do sistema bancário e ao financiamento líquido de outros instrumentos de dívida.