

Condições de Mercado

1 Em Novembro, as yields da dívida pública aumentaram significativamente em diversos países europeus. Com efeito, os *spreads* face às obrigações alemãs atingiram máximos em alguns países europeus desde a criação do euro. Para este aumento contribuíram os receios de que Espanha e Itália deixem de ter capacidade de se refinarçar no mercado em condições que possibilitem a sustentabilidade da sua dívida soberana a longo prazo e, conseqüentemente, venham a necessitar de um plano de assistência financeira. Dada a dimensão das necessidades de refinanciamento destes dois países, muitos analistas consideram que não será viável mantê-los, ainda que temporariamente, sem acesso ao mercado da dívida pública, pelo menos em condições análogas às utilizadas em outros programas de assistência financeira.

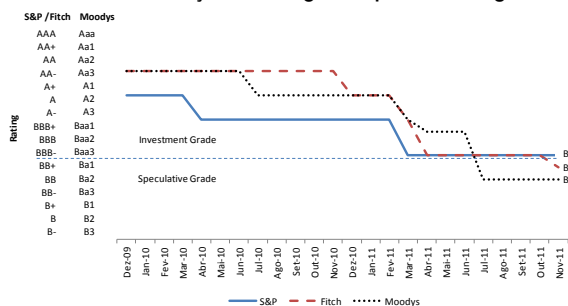
Tabela 1 – Evolução do spread de títulos emitidos a 10 anos face à Alemanha (em pontos percentuais)

	31-Dez-09	31-Dez-10	31-Mar-11	30-Jun-11	30-Sep-11	31-Out-11	25-Nov-11	Var. mensal Novembro (até 25)	Var. desde o início do ano
Grécia	2,4	9,5	9,5	12,9	19,9	20,3	25,9	5,6	16,4
Irlanda	1,5	6,0	6,9	8,7	5,8	6,1	7,6	1,3	1,6
Itália	0,8	1,9	1,5	1,9	3,7	4,1	5,0	0,9	3,1
Espanha	0,6	2,5	1,9	2,4	3,2	3,5	4,4	0,9	1,9
Portugal	0,7	3,6	5,1	7,6	8,8	9,4	10,1	0,6	6,4
França	0,2	0,4	0,4	0,4	0,7	1,1	1,4	0,4	1,0

Fonte: Bloomberg. | Nota: utilizaram-se as taxas de rentabilidade das obrigações irlandesas com maturidade a 9 anos pois as congéneres a 10 anos deixaram de ter *benchmark* nesta fonte desde o dia 11 de Outubro.

2 Perspectivam-se alterações profundas ao actual modelo de funcionamento da área do euro. Têm surgido algumas iniciativas institucionais para encontrar uma solução para a crise da dívida soberana. Exemplo disso foi a proposta apresentada pela Comissão Europeia para o financiamento conjunto das dívidas públicas através de *Stability Bonds*. Este modelo de financiamento compartilhado teria subjacente uma maior integração económica e monetária, impondo mecanismos mais efectivos para a vigilância da disciplina orçamental dos Estados-membros. Outras iniciativas poderão seguir-se num futuro próximo.

Gráfico 1 – Evolução do rating da República Portuguesa



Fonte: IGCP. | Nota: O rating refere-se apenas aos títulos de dívida de longo prazo.

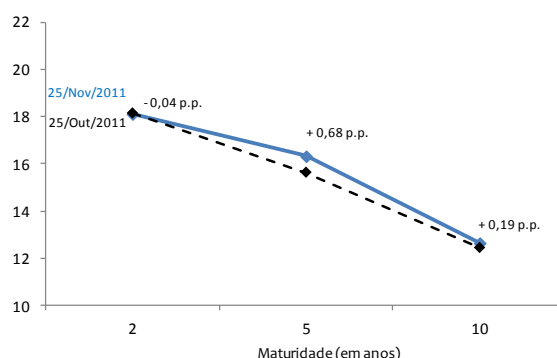
3 A agência de notação financeira Fitch reduziu o rating da dívida soberana portuguesa em um nível, colocando-o no patamar de "especulativo" (em vez de "investimento"). Os desequilíbrios orçamentais, o elevado

endividamento público e privado e as previsões macroeconómicas adversas determinaram a alteração do perfil de risco soberano, colocando a notação financeira do país em "BB+". O *outlook* foi mantido em "negativo", o que significa que poderá haver nova revisão em baixa do *rating* da dívida num horizonte não inferior a três meses. De salientar que as reduções de *rating* colocam uma pressão acrescida sobre as *yields* pois, tal redução, deverá determinar a saída das obrigações portuguesas de índices de obrigações que servem de *benchmark* para a gestão de algumas carteiras, nomeadamente de fundos de pensões e fundos de investimento.

4 A Fitch considera que o Orçamento do Estado para 2012 está "bem concebido" e baseado em pressupostos plausíveis para o PIB. Porém, refere também que existe um risco de incumprimento das metas orçamentais associado à degradação da conjuntura macroeconómica ou ao insuficiente controlo das despesas públicas. Adicionalmente, e tal como a UTAO também já referiu, esta agência identifica o sector empresarial do Estado como uma fonte possível de risco orçamental. De acordo com a *Fitch*, a concretizarem-se estes riscos, poderão vir a ser necessárias medidas adicionais de consolidação durante o ano 2012.

5 As recentes projecções macroeconómicas da Comissão Europeia e da OCDE para 2012 são mais pessimistas que a projecção constante no OE/2012. De acordo com as projecções da Comissão Europeia, Portugal deverá registar uma contracção real do PIB de 3% em 2012 e uma expansão de 1,1% em 2013. Mais recentemente, a OCDE apresentou uma projecção mais desfavorável, antecipando uma contracção de 3,2% em 2012 e uma expansão mais moderada em 2013 (+0,5%). Esta revisão em baixa decorre de um abrandamento acentuado da procura externa. Com efeito, a OCDE prevê um crescimento real do PIB de apenas 0,2% para a área do euro em 2012, seguido de um aumento de 1,4% em 2013.

Gráfico 2 – Curva de rendimentos das Obrigações do Tesouro portuguesas (em percentagem)



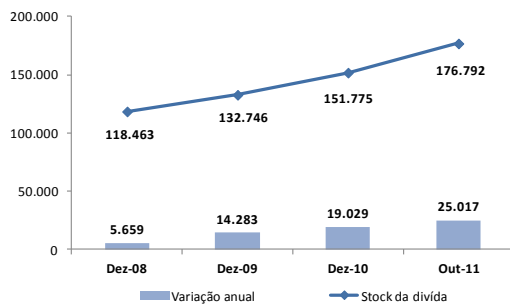
Fonte: Bloomberg.

6 Neste contexto, as yields das Obrigações do Tesouro portuguesas apresentaram ligeiros acréscimos nos prazos mais longos face ao mês anterior, aumentando 0,68 e 0,19 p.p. nos prazos de 5 e 10 anos, respectivamente.

Movimento da Dívida Pública

7 A dívida directa acumulada pelo Estado desde o início do ano até Outubro já supera o acréscimo registado em 2010. A dívida directa do Estado continua a seguir uma trajectória ascendente, tendo aumentado cerca de 64 mil M€ desde Dezembro de 2007. Desde o início do corrente ano até Outubro, a dívida acumulada aumentou 25 mil M€ (16,5%), já superando em quase 6 mil M€ o aumento registado no ano de 2010.

Gráfico 3 – Evolução do stock da dívida directa do Estado
(valores acumulados, em milhões de euros)



Fonte: IGCP. Cálculos da UTAO.

8 A dívida directa do Estado continua a exceder o produto interno bruto, tendo atingido o montante de 176,8 mil M€ no final de Outubro de 2011. Este valor representa um aumento de 19,5% face ao período homólogo de 2010 e inclui o empréstimo acordado no âmbito do Programa de Assistência Financeira (PAF), cujo total de desembolsos ascende a 31,5 mil M€ (17,8% do total da dívida directa do Estado).

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

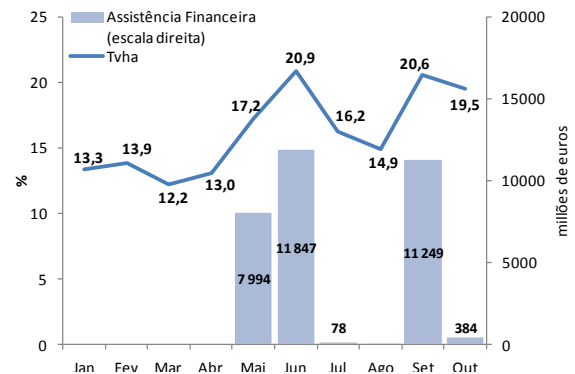
	Out-10	Set-11	Out-11	Tvh (%)
Titulada	131 304	130 198	128 890	-1,8
Curto prazo	25 890	21 719	20 522	-20,7
Médio e longo prazo	105 414	108 479	108 368	2,8
Não titulada	16 653	16 840	16 392	-1,6
Cert. Aforro	15 903	12 215	11 923	-25,0
Cert. do Tesouro	427	1 278	1 278	
Outra	323	3 347	3 191	
Assist. Financeira	0	31 126	31 510	
Total	147 957	178 164	176 792	19,5
Por memória:				
Transaccionável	126 281	124 995	123 753	-2,0
Não Transaccionável	21 678	53 170	53 038	
Euro	145 508	176 114	164 496	13,0
Não euro	2 449	2 050	12 296	

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.

9 A dívida directa do Estado diminuiu relativamente ao mês anterior. O stock da dívida directa do Estado reduziu-se em cerca de 1,4 mil M€ (-0,8%), na sequência da amortização de Bilhetes do Tesouro e também pelo facto de, no mês de Outubro, Portugal ter recebido apenas 600 M€ ao abrigo do PAF (em Setembro receberam-se 11 mil M€), provenientes do Mecanismo Europeu de Estabilização Financeira (MEEF).

Gráfico 4 – 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. Assim, o diferencial de 216 M€ verificado em Outubro face à verba proveniente do MEEF (600 M€) prende-se com variações cambiais associadas ao empréstimo do FMI.

10 O financiamento ao abrigo do PAF previsto para o corrente ano já se encontra praticamente concretizado.

Em termos acumulados, o financiamento ao abrigo do PAF totaliza 30,4 mil M€, cerca de 39% do total previsto até 2014: 78 mil M€, dos quais 2,7 mil M€ serão recebidos até ao final do corrente ano (provenientes do FMI) e 30,3 mil M€ no próximo ano (de acordo com o previsto no relatório da proposta do OE/2012).

11 Foi já aprovado o desembolso de uma nova tranche do empréstimo ao abrigo do PAF. Na sequência da segunda avaliação do referido programa, que mereceu o parecer positivo da UE/FMI, foi aprovado o desembolso de uma tranche no valor de 8 mil M€, a receber entre Dezembro (os já referidos 2,7 mil M€ do FMI) e Janeiro próximo (5,3 mil M€ provenientes da UE).

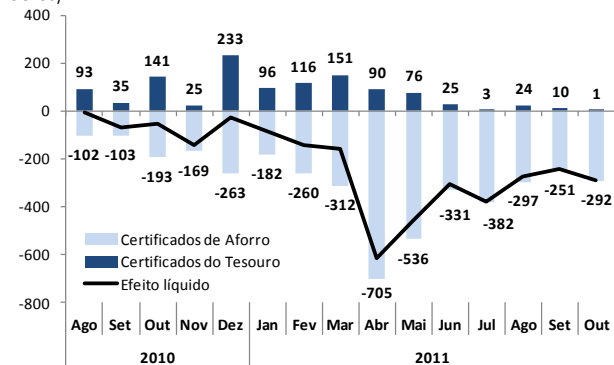
Tabela 3 – Empréstimos recebidos e a receber até 2012 ao abrigo do Programa de Assistência Financeira (em mil milhões de euros)

	2011		2012
	Até 31-Out	Ano	Ano
TOTAL	30,4	33,0	30,3
FMI	10,3	12,9	8,3
UE	20,1	20,1	22,0
MEEF	14,1	14,1	8,3
FEEF	6,0	6,0	13,7

Fontes: IGCP (valores recebidos até 31/10) 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 até 31/10 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 Desde o momento da sua criação, o nível de subscrições líquidas mensais de Certificados do Tesouro nunca chegou a compensar os resgates líquidos de Certificados de Aforro. Saliente-se que o diferencial negativo entre estes dois instrumentos de dívida aumentou significativamente no corrente ano. Com efeito, o saldo de Certificados de Aforro (CA) voltou a ter um contributo negativo - diminuindo 3980 M€ em termos homólogos e 292 M€ face ao mês anterior - enquanto o stock de Certificados do Tesouro manteve-se praticamente inalterado relativamente a Setembro, aumentando apenas 593 M€ face ao período homólogo.

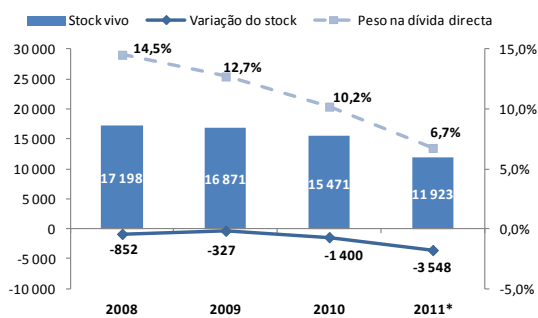
Gráfico 5 – Variação líquida mensal dos Certificados de Aforro e do Tesouro e respectivo efeito líquido na dívida (em milhões de euros)



Fonte: IGCP. Cálculos da UTAO.

13 O peso das subscrições líquidas de Certificados de Aforro no stock de dívida directa do Estado tem vindo a diminuir desde 2008. No final de Outubro, o stock de CA ascendeu a 11 923 (representando apenas 6,7% do stock de dívida directa do Estado, menos de metade do rácio registado no ano de 2008). Os resgates líquidos acumulados desde o início do ano totalizaram 3548 M€, excedendo largamente a previsão de 500 M€ inscrita no relatório do OE/2011. Refira-se que, para que se cumpra a mais recente previsão para 2011, actualizada no âmbito do relatório da proposta do OE/2012 (4080 M€), os eventuais resgates até ao final de 2011 não poderão exceder, em média, os 266 M€/mês, situação que se verificou apenas por três vezes no corrente ano.

Gráfico 6 – Evolução do stock de Certificados de Aforro e do seu peso na dívida directa do Estado (em milhões de euros e em percentagem)



Fonte: IGCP. Cálculos da UTAO. | Nota: * Até Outubro/2011.

14 Em Novembro, a taxa média de emissão de Bilhetes do Tesouro diminuiu ligeiramente face à registada no mês anterior. No mês de Novembro foram realizados três leilões de BT, tendo sido colocado um montante de cerca de 2 mil M€ na linha a 3 meses e de 350 M€ na linha a 6 meses. A taxa média de emissão diminuiu 0,1 p.p. face à taxa média das emissões análogas efectuadas em Outubro. De acordo com as linhas de actuação do IGCP para o 4.º trimestre de 2011, deverão ser realizados mais dois leilões de BT até ao final do ano, ambos com uma maturidade de 3 meses, de modo a garantir um financiamento acumulado entre 1,5 e 2,5 mil M€.

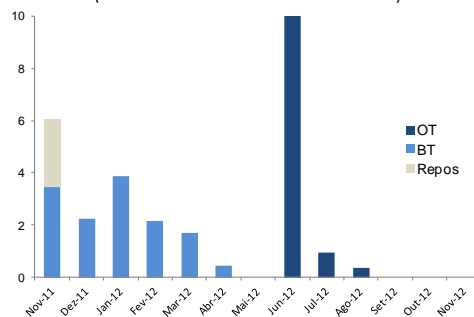
Tabela 4 – Emissões de dívida em Novembro/2011

Maturidade	Fev-12	Fev-12	Mai-12
Data da Transacção	02-Nov	16-Nov	16-Nov
Prazo	3 meses	3 meses	6 meses
Montante Colocado (M€)	1 244	773	350
Montante de Procura (M€)	2 484	1 852	1 422
Taxa média (%)	4,997	4,895	5,250
Por memória: emissão anterior com maturidade equivalente (%)	Out-11	Nov-11	Out-11
	4,972	4,997	5,250

Fonte: IGCP. Cálculos da UTAO.

15 As necessidades brutas de financiamento nos próximos doze meses correspondem a cerca de um quarto do stock de dívida transaccionável em final de Outubro. Nos próximos doze meses, as necessidades brutas de financiamento totalizarão cerca de 28,5 mil M€ (23% do total do stock de dívida transaccionável em final de Outubro), das quais 8,8 mil M€ até ao final do corrente ano, associadas a amortizações de BT e de empréstimos de curto prazo (repos). Destaque para a amortização de Obrigações do Tesouro que se vencem em Junho de 2012, no valor de cerca de 10 mil M€.

Gráfico 7 – 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 Outubro, 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 Outubro, será expectável uma amortização de dívida na ordem dos 131 mil M€ até 2023. Nos próximos quatro anos deverá ser amortizado mais de 1/3 desse valor. 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 parte pelas amortizações dos empréstimos no âmbito do PAF (cerca de 9 e 12,5 mil M€, respectivamente).

Gráfico 8 – Amortização da dívida de médio e longo prazo (em milhares de milhões de euros)



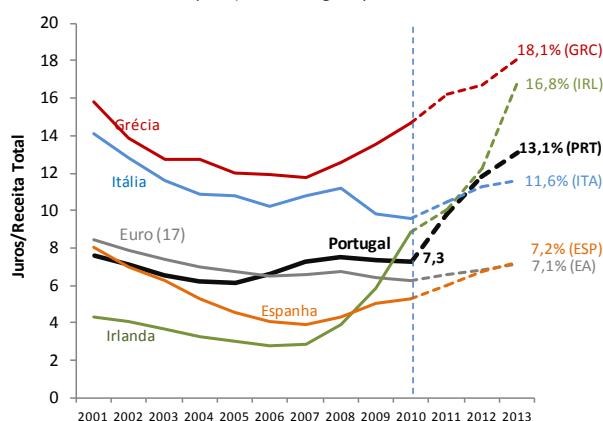
Fonte: IGCP. | Nota: Considera-se apenas o stock da dívida vigente a 30 de Outubro, ou seja, excluem-se as amortizações que decorrerão de emissões de dívida pública ainda não ocorridas.

17 Os “Juros e outros encargos” pagos no mês de Outubro registaram o segundo valor mais elevado no corrente ano. Com base na informação publicada pela DGO na última síntese da execução orçamental (óptica da contabilidade pública), constata-se que o montante de “Juros e outros encargos” pagos no mês de Outubro pelo subsector Estado foi de 1587 M€ (apenas em Junho se registou um nível de pagamentos superior), ascendendo a 5752 M€ em termos acumulados. Tendo em conta o reforço desta rubrica, aprovado em sede da 2.ª alteração ao OE/2011, faltará pagar até ao final do ano um montante na ordem dos 620,8 M€.

Debt Affordability

18 O acréscimo dos juros a pagar agravará a “comportabilidade” da dívida pública portuguesa. A deterioração prevista pela Comissão Europeia para este indicador em 2011 e nos anos subsequentes resulta, essencialmente, do acréscimo das despesas com juros. Com efeito, os juros passarão a representar mais de 13% da receita total das administrações públicas em 2013, o que corresponde a um valor elevado, se bem que inferior ao projectado para a Grécia e para a Irlanda. Refira-se que se trata de um indicador particularmente escrutinado por parte das agências de notação que, a par de outros indicadores relacionados com a capacidade de refinanciamento a curto prazo, é determinante para a classificação de risco da dívida soberana.

Gráfico 9 – Debt Affordability
(em percentagem)



Fontes: AMECO e Ministério das Finanças (relatório da proposta do OE/2012). | Nota: Os dados da Comissão Europeia ainda não reflectem o agravamento recente das condições de financiamento.

19 A existência de dívida pública portuguesa na carteira de entidades das administrações públicas contribui para a redução do rácio da dívida pública (bruta consolidada) no PIB. Para aferir os limites definidos no tratado de Maastricht convencionou-se utilizar um conceito de dívida que, entre outras características, possibilita a consolidação dos títulos de dívida pública que se encontram na carteira de entidades que pertencem ao sector das administrações públicas. Desta forma, a transferência de fundos de pensões cuja carteira seja composta por Obrigações do Tesouro ou outros instrumentos de dívida pública portuguesa terá como consequência, não só a diminuição do défice público (sob determinadas condições, nomeadamente se esse fundo estiver devidamente capitalizado), mas também a redução da dívida pública, por via da consolidação daquela carteira (a valor nominal).

20 A consolidação da dívida pública acentuou-se em 2010. No final de 2010, a dívida pública na carteira dos Fundos da Segurança Social e da Caixa Geral de Aposentações (CGA) totalizou cerca de 10 mil M€, subtraindo 5,8 p.p. ao rácio da dívida pública no PIB por via da referida consolidação. Para a intensificação deste efeito em 2010 contribuiu a transferência dos fundos de pensões da Portugal Telecom para a CGA e o aumento da dívida pública portuguesa na carteira dos Fundos da Segurança Social.

Tabela 5 – Dívida pública devida pelos Fundos da Segurança Social e pela Caixa Geral de Aposentações

	2004	2008	2009	2010	
Fundos da Segurança Social	em M€	4 402	4 466	5 581	
Caixa Geral de Aposentações	em M€	3 220	2 852	4 505	
Total	em M€	5 914	7 622	7 318	10 086
	em % PIB	4,0	4,4	4,3	5,8
Por memória:					
Dívida Pública/PIB	em %	57,6	71,6	83,0	93,3

Integração dos Fundos de Pensões da Portugal Telecom

Fonte: CGA (Relatórios e Contas) e INE (Notificações para efeitos do Procedimento dos Défices Excessivos).

Nota: A dívida pública encontra-se valorizada em termos nominais. Em Junho de 2010, por ocasião da mudança de base das Contas Nacionais, a CGA deixou de integrar o subsector da Segurança Social e passou a fazer parte da Administração Central.

21 A transferência dos fundos de pensões do sector bancário também poderá contribuir para a redução da dívida pública. Será de salientar, porém, que a transferência de um montante tão significativo comporta riscos acrescidos, uma vez que a transformação de activos diversos (de liquidez variável) em títulos de dívida pública portuguesa, previamente à transferência dos fundos de pensões, não será de execução fácil. Por outro lado, essa transferência poderá originar perdas para as instituições bancárias, caso estas se vejam obrigadas a compensar as diferenças entre os valores inscritos no balanço dos fundos e o valor de mercado desses activos.