

**Condições de Mercado**

1 Durante o mês de Março, agravaram-se as condições de acesso ao mercado de financiamento da dívida pública por parte do Estado português. Com efeito, a taxa de rendibilidade (*yield*) das Obrigações do Tesouro (OT) portuguesas com maturidade a 10 anos continuou a aumentar no último mês. Comparativamente às obrigações alemãs de igual prazo, o diferencial daquelas OT situou-se em 4,60 pontos percentuais (p.p.) no dia 25 de Março de 2011, o que compara com 1,23 p.p. há um ano atrás e com 4,42 p.p. a 25 de Fevereiro de 2011.

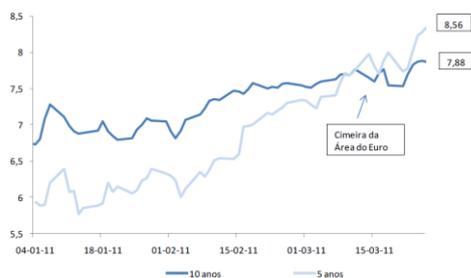
**Gráfico 1 – Evolução das yields a 10 anos (em %)**



Fontes: Banco de Portugal, Banco de España, Bundesbank e Bloomberg.  
Nota: O último valor assinalado no gráfico refere-se ao dia 25/03/2011.

2 A evolução ascendente das *yields* das OT portuguesas acompanhou a verificada nas congéneres gregas e irlandesas, que atingiram igualmente níveis máximos no mês de Março. O comportamento das *yields* destes países, considerados pelos investidores como de maior risco, deveu-se principalmente ao aumento da incerteza quanto à possibilidade de reestruturação da dívida europeia, a partir de 2013, no âmbito da entrada em funcionamento do Mecanismo Europeu de Estabilidade (MEE). A evolução das *yields* portuguesas contrasta com a observada nas congéneres espanholas, que estabilizaram, embora a um nível ainda historicamente elevado. O alargamento da diferença entre as *yields* dos dois países ibéricos coloca o caso português mais isolado dos restantes membros da União Monetária, podendo implicar um menor risco sistémico para a Área do Euro (AE).

**Gráfico 2 – Evolução das yields das OT a 5 e a 10 anos (em %)**

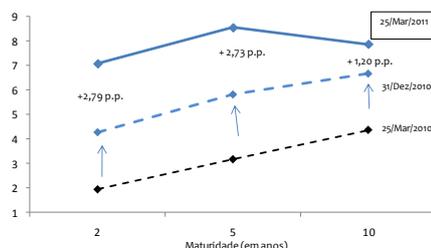


Fonte: Banco de Portugal.  
Nota: O último valor assinalado no gráfico refere-se ao dia 25/03/2011.

3 A curva de rendimentos das OT apresentou desde o início do ano, uma subida em todas as maturidades, principalmente nas mais curtas, alterando a sua

inclinação. Com efeito, a partir do dia 8 de Março, a curva tornou-se negativamente inclinada entre os 5 e os 10 anos (com a taxa a 5 anos a superar a taxa a 10 anos), o que indicia a percepção de um risco de crédito mais elevado por parte dos investidores.

**Gráfico 3 – Curva de Rendimento das OT (em %)**



Fontes: Banco de Portugal e cálculos da UTAO.

4 O *rating* da dívida pública portuguesa foi reduzido pelas três agências de notação na última quinzena de Março. As reduções foram justificadas com base nos seguintes argumentos:

- aumento dos custos de financiamento motivados pela degradação das condições de mercado;
- fracas perspectivas de crescimento económico a curto e médio prazo;
- riscos da necessidade de um auxílio público ao sector financeiro e ao Sector Empresarial do Estado, cujas condições de financiamento também se agravaram;
- incerteza quanto ao cumprimento dos objectivos definidos na revisão do PEC, na sequência da actual situação política.

**Tabela 1 – Evolução da notação de crédito da República**

	S&P	Moody's	Fitch
Dez-09	AA-	Aa2	AA
24-Mar-10			AA- ↓
27-Abr-10	A- ↓		
13-Jul-10		A1 ↓	
23-Dez-10			A+ ↓
15-Mar-11		A3 ↓	
24-Mar-11			A- ↓
25-Mar-11	BBB ↓		
29-Mar-11	BBB- ↓		
Outlook	Creditwatch negative	Possible downgrade	Negative
Número de níveis acima de High Yield	1	4	4

Fontes: IGCP e DGO.  
Nota: O símbolo ↓ significa a redução da notação de crédito.

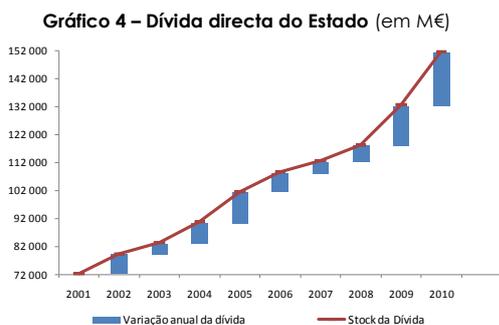
5 No relatório que acompanha a redução da notação de crédito do dia 29 de Março, a agência *Standard & Poor's* (S&P) justifica tal acção com o aumento da probabilidade de recurso ao Fundo Europeu de Estabilidade Financeira (FEFF) e ao MEE em 2013.

6 Convém referir que a recente redução de *rating* tem consequências ao nível da desclassificação da dívida pública para efeitos de colateral/garantia em operações de refinanciamento por parte de instituições financeiras, reduzindo a sua liquidez. A eventual redução do *rating* para a categoria "high yield" (ou "junk"), poderá ter consequências acrescidas, nomeadamente colocando uma maior pressão vendedora no mercado secundário, com reflexos num aumento ainda maior das *yields*.

7 Ainda no mês de Março, várias empresas públicas e instituições financeiras assistiram ao corte do seu *rating*, criando dificuldades acrescidas às mesmas no acesso ao financiamento. A este propósito, na nota do dia 4 de Março a S&P apresenta como justificação a eventual necessidade de auxílio estatal.

### Movimento da Dívida Pública

8 A dívida directa do Estado aumentou de 72 450 M€, entre 2001 e 2010, tendo crescido a uma taxa média de 8,6% ao ano (no mesmo período, o PIB nominal cresceu a uma taxa média anual de 2,9%). A maior variação anual ocorreu em 2010, com um aumento de aproximadamente 19 mil M€.



Fonte: IGCP.

9 A dívida directa do Estado situou-se em 153 862 M€ no final de Fevereiro de 2011, registando um aumento de 2299 M€ face ao mês anterior e um aumento de 18 731 M€ comparativamente ao mês homólogo de 2010 (13,9%). A maturidade média manteve-se inalterada em Fevereiro. Porém, é de esperar que se reduza em Março, como consequência da emissão de OT e Bilhetes do Tesouro (BT) com prazos mais curtos. Por outro lado, tal como sucedido em Janeiro, continuou a verificar-se o resgate mensal de Certificados de Aforro, o qual não foi totalmente compensado pela subscrição de Certificados do Tesouro.

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

	Fev-10	Jan-11	Fev-11	Tvh (%)
Titulada	118 149	134 880	137 327	16,2
Curto prazo	22 267	23 146	22 270	0,0
Médio e longo prazo	95 882	111 733	115 057	20,0
Não titulada	16 982	16 683	16 535	-2,6
Cert. Aforro	16 763	15 289	15 029	-10,3
Cert. do Tesouro	0	781	897	
Outra	219	613	608	177,8
<b>Total</b>	<b>135 131</b>	<b>151 562</b>	<b>153 862</b>	<b>13,9</b>
Por memória:				
Transaccionável	113 766	129 891	132 324	16,3
Não Transaccionável	21 366	21 672	21 538	0,8
Não euro	1 516	2 241	2 096	38,2

Fonte: IGCP e cálculos da UTAO.

Nota: As posições estão valorizadas em termos nominais, excepto os títulos emitidos a desconto, que se encontram ao valor descontado.

10 Comparativamente a emissões anteriores com igual maturidade, nas últimas colocações de dívida continuou a observar-se um aumento generalizado da taxa média de emissão. Com efeito, a OT a 2 anos emitida no dia 9 de Março remunera os investidores a uma taxa anual 1,9 p.p. acima da emissão equivalente, efectuada no dia 8 de Setembro de 2010. Esta evolução é consequência da já referida alteração das condições verificadas no mercado secundário, as quais, muito embora não afectem directamente os juros da dívida já emitida, servem de referência para novas emissões. Neste contexto, os investidores passaram a requerer taxas de rentabilidade cada vez mais elevadas para deterem OT portuguesas.

**Tabela 3 – Emissões de dívida mais recentes**

Maturidade	OT		BT	
	Set-13	Set-11	Fev-12	Mar-12
Data da Transacção	09-Mar	02-Mar	02-Mar	16-Mar
Prazo	2 anos	6 meses	1 ano	1 ano
Montante Colocado (M€)	1 000	585	460	1 072
Montante de Procura (M€)	1 600	1 444	1 407	2 127
<b>Taxa média (%)</b>	<b>6,0</b>	<b>3,0</b>	<b>4,1</b>	<b>4,3</b>
Preço médio da emissão (%)	98,7	98,3	96,2	95,7
Dif. p/ mercado secundário (%)	-0,2			
Por memória: emissão anterior com maturidade equivalente (%)	Set-10	Fev-11	Fev-11	Mar-11
	4,1	3,0	4,0	4,0

Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

11 No que se refere às últimas emissões de BT, ainda que tenham sido efectuadas a taxas elevadas (a última das quais a 4,3%) não se registaram aumentos significativos quando comparadas com as últimas emissões com a mesma maturidade, colocadas em Fevereiro de 2011.

**Tabela 4 – Taxa média e maturidade de novas emissões**

	2010	Jan-11	Fev-11	Mar-11
Maturidade média (anos)	3,8	4,7	4,9	1,2
Taxa média (em %)	3,2	5,4	5,9	4,6

Fonte: IGCP e cálculos da UTAO.

12 De acordo com a Direcção-Geral do Tesouro e Finanças (DGF), as garantias concedidas a empresas públicas (financeiras e não financeiras) ascendiam a 17 062,3 M€ no final de 2010. As garantias concedidas pelo Estado representam passivos extra-patrimoniais, pelo que não se encontram incluídas na dívida directa do Estado, ainda que este possa vir a assumir a responsabilidade de pagar as dívidas em caso de incumprimento.

### Necessidades Brutas de Financiamento

13 As emissões de dívida ocorridas até 16 de Março permitiram cumprir 29,2% e 31,0% das emissões previstas em 2011 de OT e BT, respectivamente. Por outro lado, as amortizações de BT ocorridas até ao momento já representam mais de metade do total de amortizações estimadas para 2011, no montante de 19 261 M€.

**Tabela 5 – Necessidades brutas de financiamento do Estado**

	2011 (prev.)		Execução <sup>2</sup>	
	M€	% PIB	M€	% do total
<b>1. Nec. líquidas de financiamento<sup>1</sup></b>	<b>10 746</b>	<b>6,1</b>		
<b>2. Amortizações</b>	<b>35 282</b>	<b>20,0</b>		
das quais:				
Bilhetes do Tesouro	19 261	10,9	10 735	55,7
Obrigações do Tesouro	9 490	5,4	0	0,0
<b>3. Nec. Brutas de financiamento (1+2)</b>	<b>46 028</b>	<b>26,1</b>		
Por memória:				
<b>Emissões no ano civil</b>	<b>45 694</b>	<b>26,0</b>	<b>13 066</b>	<b>28,6</b>
Obrigações do Tesouro	19 532	11,1	5 712	29,2
Bilhetes do Tesouro	19 700	11,2	6 104	31,0
Outras	6 462	3,7	1 250	19,3
das quais: MTN			1 142	

Fontes: MFAP, IGCP cálculos da UTAO.

Notas: (1) Informação obtida a partir do Relatório do OE/2011.

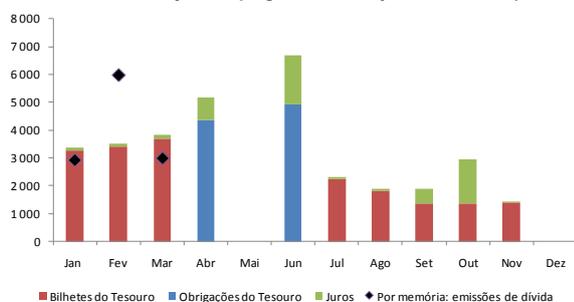
(2) Informação disponibilizada pelo IGCP no último Boletim Mensal acrescida das emissões já efectuadas em Março.

14 Nos próximos três meses, as necessidades de financiamento brutas associadas a amortizações de OT e BT, e ao respectivo pagamento de juros, totalizarão cerca de 12 200 M€ (7% do PIB). Com efeito, em Abril está programada a amortização de uma OT de 4532 M€, bem como o pagamento (estimado) de juros de cerca de 720 M€, associados a três OT, cujo pagamento do cupão incidirá nesse mês. Estas necessidades de financiamento ocorrerão num contexto em que são esperados elevados

montantes de emissões dos restantes países da Área do Euro (AE), num valor estimado de 64 mil M€. O mês de Junho será aquele em que se espera um esforço de refinanciamento maior, pois está prevista a amortização de uma OT de 4954 M€, acrescida do pagamento (estimado) de juros de 2025 M€, estes associados a várias OT.

**15** De acordo com a última Síntese da Execução Orçamental da DGO, até Fevereiro, foram pagos juros do subsector Estado no montante de 150,3 M€, representando apenas 2,4% do montante total previsto no OE/2011 (cerca de 6300 M€). De notar que a dotação da rubrica "juros e outros encargos" inscrita no OE/2011 foi apurada em Outubro de 2010, num contexto em que as condições de acesso ao mercado e as taxas de juro eram diferentes das actuais. No entanto, as taxas de juro de mercado secundário não afectam directamente os juros da dívida já emitida, a pagar este ano. Na óptica da contabilidade nacional, a qual obedece a uma lógica de especialização do exercício, será de esperar o agravamento dos juros da dívida pública já em 2011, afastando-se mais que o habitual dos juros em contabilidade pública.

**Gráfico 5 – Amortizações e pagamento de juros em 2011 (em M€)**



Fonte: IGCP e cálculos da UTAO para os juros.

Nota: O pagamento de juros foi estimado com base no montante vivo de dívida pública em cada momento.

## Necessidades de Financiamento Externas

**16** A economia portuguesa tem necessitado, estruturalmente, de se financiar no exterior. Com efeito, as necessidades de financiamento externas decorrem da insuficiente poupança interna face ao investimento dos agentes económicos residentes. Neste contexto, o financiamento dos défices das Administrações Públicas ao longo do tempo tem sido efectuado com recurso a poupanças externas, o qual tem contribuído para o aumento do stock da dívida pública detido por não residentes.

**Tabela 6 – Investimento de não residentes**

	2007	2008	2009	2010 (e)
<b>1. Financiamento do défice público (em % do PIB)</b>				
Por residentes	0,2	-0,7	3,7	8,1
Por não residentes	2,6	3,6	5,6	-0,9
<b>Total</b>	<b>2,8</b>	<b>2,9</b>	<b>9,3</b>	<b>7,3</b>
<b>2. Stock de dívida pública por residência do investidor (em % do Total)</b>				
Não residentes	75	76,3	74,5	65,1
Residentes	25	23,7	25,5	34,9

Fontes: Eurostat, INE, MFAP, Banco de Portugal e cálculos da UTAO.

Nota: Os dados relativos ao défice público de 2010 ainda não reflectem o apuramento do INE em contabilidade nacional, a ser divulgado ao Eurostat no dia 31 de Março.

**17** Ao contrário de anos anteriores, 2010 terá sido uma excepção a esta regra, tendo o défice público sido financiado pelo sector privado residente. Com efeito, a

degradação das condições de acesso directo ao financiamento externo, conjugada com o aumento da captação de recursos por parte das instituições financeiras residentes junto dos particulares e junto do Banco Central Europeu (BCE), possibilitou o recurso ao financiamento interno por parte do Estado.

**18** Ao longo de 2010 os investidores não residentes desinvestiram, em termos líquidos (i.e. o saldo de todas as compras e vendas em mercado primário e secundário), em títulos de dívida pública, nomeadamente em títulos de curto prazo transaccionáveis (BT), não obstante ainda se ter verificado um investimento líquido em títulos de longo prazo (OT). O investimento líquido neste instrumento terá beneficiado da compra em mercado secundário por parte do BCE.

**Gráfico 6 - Investimento de não residentes em títulos de dívida pública portuguesa (fluxos líquidos, em M€)**



Fonte: Banco de Portugal (Estatísticas da Balança de Pagamentos).

## Alterações aos mecanismos europeus de estabilidade

**19** No quadro do reforço da governação económica da União Europeia, ocorreram recentemente duas reuniões a nível europeu que definiram as linhas gerais dos mecanismos de estabilidade financeira: a cimeira dos países da AE, no dia 11, e o Conselho Europeu, nos dias 24 e 25. Na cimeira da AE foi anunciado o aumento do montante efectivo do Fundo Europeu de Estabilidade Financeira (FEEF) para um total de 440 mil M€ e a flexibilização do programa de auxílio financeiro à Grécia. De entre estas duas medidas, avaliadas positivamente pelos mercados, apenas a última foi posteriormente confirmada no Conselho Europeu.

**20** No âmbito do Conselho Europeu, foi aprovada e delineada a forma de funcionamento do MEE, que contará com uma capacidade efectiva de 500 mil M€. Este mecanismo funcionará a partir de 2013 e, para além de garantir financiamento a curto/médio prazo, poderá intervir no mercado primário de dívida, ainda que sujeito a programas de ajustamento monitorizados pela Comissão Europeia, pelo BCE e pelo Fundo Monetário Internacional (FMI). Contudo, o financiamento obtido através deste mecanismo permanente terá sempre preferência sobre os investidores privados, em caso de reestruturação ou reescalonamento de dívida, que passará a estar explícita nas condições contratuais das emissões pós-2013. A antecipação destas condições nos dias anteriores ao Conselho Europeu provocou uma reacção negativa por parte dos investidores, conforme está patente nos gráficos 1 e 2.

**21** Foi igualmente acordado na cimeira, e confirmado no Conselho Europeu, um conjunto de compromissos por parte dos vários Estados-membros com o objectivo de harmonizar a política fiscal na AE e de reduzir os desequilíbrios macroeconómicos vigentes, nomeadamente os relativos às balanças de pagamentos.