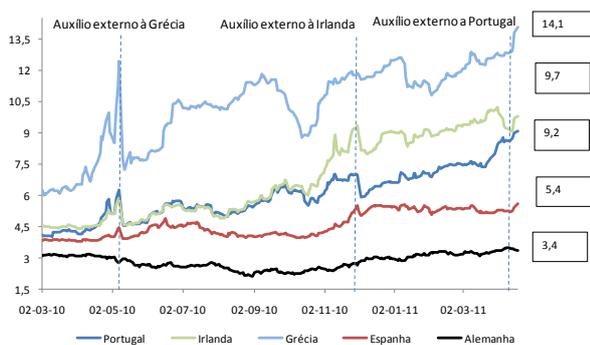


Condições de Mercado

1 As condições de acesso ao mercado de financiamento da dívida pública por parte do Estado português continuaram a agravar-se substancialmente desde a última nota mensal de 29 de Março. Com efeito, a taxa de rendibilidade (*yield*) das Obrigações do Tesouro (OT) portuguesas com maturidade a 10 anos continuou a aumentar, registando novos máximos desde a adesão de Portugal ao Euro. Este comportamento de subida mais acentuada das *yields* registadas no mercado secundário pelos títulos de dívida pública portuguesa manteve-se mesmo depois do anúncio no dia 6 de Abril do recurso ao de financiamento externo no âmbito do Fundo Europeu de Estabilização Financeira (FEFF) e do Fundo Monetário Internacional (FMI). Comparativamente às obrigações alemãs de igual prazo, o diferencial daquelas OT situou-se em 5,74 pontos percentuais (p.p.) no dia 18 de Abril de 2011, o que compara com 1,51 p.p. há um ano atrás e com 4,60 p.p. a 18 de Março de 2011.

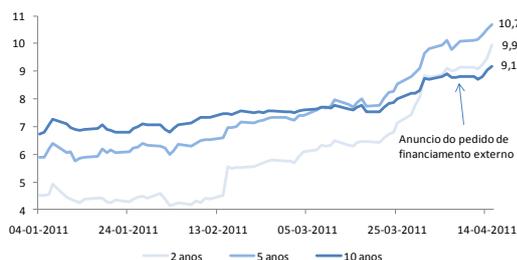
Gráfico 1 – Evolução das *yields* a 10 anos (em %)



Fontes: Banco de Portugal, Banco de España, Bundesbank e Bloomberg.
Nota: O último valor assinalado no gráfico refere-se ao dia 18/04/2011. Datas de auxílio externo referem-se ao dia do pedido do mesmo.

2 A evolução ascendente das *yields* das OT portuguesas acompanhou a verificada nas congéneres gregas, ficando este comportamento a dever-se principalmente ao aumento dos receios quanto à possibilidade de reestruturação da dívida da Grécia, ainda antes de 2013 e eventuais efeitos de contágio. A evolução das *yields* portuguesas a partir do final de Março contrasta com a observada pelas congéneres espanholas e irlandesas, que estabilizaram, ainda que em níveis historicamente elevados. Esta divergência de comportamento coloca o caso português mais isolado dos restantes membros da União Monetária, podendo implicar um menor risco sistémico para a área do euro.

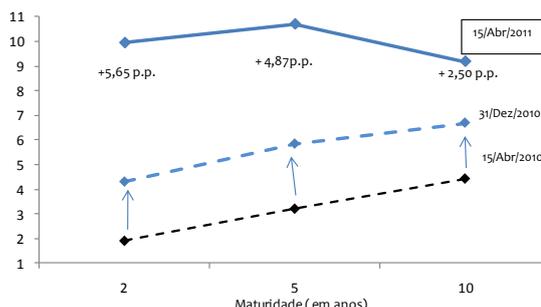
Gráfico 2 – Evolução das *yields* das OT a 2, 5 e a 10 anos (em %)



Fonte: Banco de Portugal. | Nota: O último valor assinalado no gráfico refere-se ao dia 15/04/2011.

3 A curva de rendimentos das OT apresentou desde o início do ano, uma subida em todas as maturidades, principalmente nas mais curtas, reduzindo a sua inclinação. Com efeito, a partir do dia 31 de Março, a curva tornou-se negativamente inclinada, não só entre os 5 e os 10 anos, mas também entre os 2 e os 10 anos (com as taxas mais curtas a superarem a taxa mais longa), o que indicia o agudizar da percepção de um risco de crédito mais elevado por parte dos investidores.

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

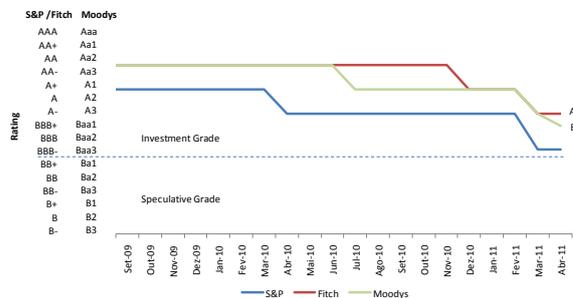


Fontes: Banco de Portugal e cálculos da UTAO.

4 O *rating* da dívida pública portuguesa voltou a ser reduzido pelas agências de notação *Fitch* e *Moody's* na primeira semana de Abril, com base nos seguintes argumentos:

- aumento dos custos de financiamento, motivados pela continuação da rápida 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 e quanto à implementação de reformas estruturais, na sequência da actual situação política.

Gráfico 4 – Evolução da notação de crédito da República Portuguesa



Fonte: IGCP.

5 As três principais agências de *rating* mantêm ainda o *Outlook* como negativo, apesar do recente pedido de auxílio externo por parte do Governo português. Mais recentemente, a agência S&P voltou a referir a inevitabilidade do recurso de Portugal ao Mecanismo Europeu de Estabilidade após 2013.

6 Destas recentes e súbitas reduções de *rating* resultaram consequências negativas 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. Uma eventual redução do *rating* para a categoria "speculative grade" (ou "junk"), poderá ter consequências acrescidas, contribuindo para uma maior pressão vendedora no mercado secundário, com reflexos num aumento ainda mais significativo das *yields* e a uma alteração do perfil de investidores nesta classe de activos.

7 Ainda nas últimas semanas, várias empresas públicas e instituições financeiras viram o respectivo *rating* ser reduzido, o que veio criar dificuldades acrescidas de acesso ao financiamento. No caso particular das instituições financeiras, estes cortes de avaliação poderão afectar a sua capacidade para financiar o Estado português.

Movimento da Dívida Pública

8 A dívida directa do Estado situou-se em 152 476 M€ no final de Março de 2011, registando uma diminuição de 1385 M€ face ao mês anterior e um aumento de 16 548 M€ comparativamente ao mês homólogo de 2010 (12,2%). A maturidade média reduziu-se marginalmente em Março, em consequência da emissão de OT e Bilhetes do Tesouro (BT) com prazos mais curtos. Tal como sucedido desde o início do ano, continuou a verificar-se o resgate mensal de Certificados de Aforro, o qual não foi totalmente compensado pela subscrição de Certificados do Tesouro.

Tabela 1 – Dívida directa do Estado

(posições em final de período, em M€)

	Mar-10	Fev-11	Mar-11	Tvh (%)
Titulada	118 952	137 317	136 082	14,4
Curto prazo	20 697	22 260	20 286	-2,0
Médio e longo prazo	98 255	115 057	115 796	17,9
Não titulada	16 976	16 545	16 394	-3,4
Cert. Aforro	16 695	15 029	14 717	-11,8
Cert. do Tesouro	0	897	1 048	
Outra	281	618	629	123,9
Total	135 928	153 862	152 476	12,2
Por memória:				
Transaccionável	114 507	132 324	131 072	14,5
Não Transaccionável	21 422	21 538	21 405	-0,1
Não euro	2 324	2 096	2 034	-12,5

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.

9 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 1 ano e 2 meses, emitida no dia 1 de Abril, remunera os investidores a uma taxa anual 1,5 p.p. acima da emissão equivalente, efectuada no dia 16 de Março de 2011. Esta evolução é consequência da já referida alteração das condições verificadas no mercado secundário, nomeadamente da redução da inclinação da curva de rendimentos, as quais, 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 2 – Emissões de dívida mais recentes

Maturidade	OT		BT	
	Jun-12	Set-11	Fev-12	
Data da Transacção	01-Abr	06-Abr	06-Abr	
Prazo	14 meses	6 meses	12 meses	
Montante Colocado (M€)	1 645	550	455	
Montante de Procura (M€)	2 338	1 267	1 172	
Taxa média (%)	5,8	5,1	5,9	
Preço médio da emissão (%)	99,1	97,3	94,6	
Por memória: emissão anterior com maturidade equivalente (%)	Mar-11	Mar-11	Mar-11	
	4,3	3,0	4,3	

Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

10 No que se refere às últimas emissões de BT, estas registaram um aumento ainda mais acentuado do que o verificado nas emissões com prazos mais elevados, tendo as últimas emissões de BT, a 6 e 12 meses, efectuadas a 6 de Abril (data do pedido de financiamento externo) registado uma subida de 2,1 e 1,6 p.p. respectivamente, face à emissão anterior, ultrapassando até as taxas de juro de emissões gregas de igual maturidade. Desta forma, as 3 emissões efectuadas desde o início do mês, foram colocadas com uma taxa média semelhante ao verificado em Fevereiro, tendo no entanto uma maturidade substancialmente inferior. Esta preferência por prazos mais curtos implicará uma maior frequência de emissões, levando a maiores necessidades brutas de financiamento anuais no futuro.

Tabela 3 – Taxa média e maturidade de novas emissões

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

Fonte: IGCP e cálculos da UTAO.

Necessidades Brutas de Financiamento

11 As emissões de dívida ocorridas até 18 de Abril permitiram cumprir 37,7% e 36,4% das emissões previstas em 2011 de OT e BT, respectivamente. Por outro lado, as amortizações de BT ocorridas até ao momento já representam cerca de 75% do total de amortizações estimadas para 2011, no montante de 19 261 M€.

Tabela 4 – Necessidades brutas de financiamento do Estado

	2011 (prev.)		Execução ²	
	M€	% PIB	M€	% do total
1. Nec. Líquidas de financiamento¹	10 746	6,2		
2. Amortizações	35 282	20,3		
das quais:				
Bilhetes do Tesouro	19 261	11,1	14 537	75,5
Obrigações do Tesouro	9 490	5,5	4 376	46,1
3. Nec. Brutas de financiamento (1+2)	46 028	26,5		
Por memória:				
Emissões no ano civil	45 694	26,3	15 903	34,8
Obrigações do Tesouro	19 532	11,3	7 357	37,7
Bilhetes do Tesouro	19 700	11,4	7 172	36,4
Outras	6 462	3,7	1 374	21,3
das quais: <i>Medium Term Notes</i>			1 142	

Fontes: MFAP, IGCP e cálculos da UTAO.

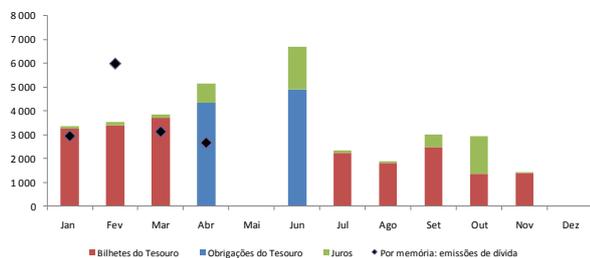
Notas: (1) Informação obtida a partir do Relatório do OE/2011.

(2) Informação disponibilizada pelo IGCP no último Boletim Mensal, acrescida de emissões e estimativa de amortizações já efectuadas em Abril.

12 Nos próximos três meses, as necessidades brutas de financiamento associadas a amortizações de OT e BT, e ao respectivo pagamento de juros, totalizarão cerca de 9000 M€. Uma parte substancial do refinanciamento deste ano terá já ocorrido no dia 15 Abril, com a amortização de uma OT de 4167 M€, bem como com o pagamento (estimado) de juros de cerca de 720 M€, associados a três OT, cujo pagamento do cupão incidiu igualmente nesse dia. 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€, associados a várias OT. Já em Julho, irá ocorrer a amortização de um BT de 2330 M€. Até ao final do presente ano, as necessidades brutas de financiamento deverão ascender a cerca de 18 310 M€ (11% do PIB).

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.

13 Tendo em consideração o stock de dívida actual, não considerando qualquer nova emissão, as amortizações a ocorrer até 2013 totalizam 41 096 M€ (aproximadamente 1/4 do stock existente). A este montante acrescentam aproximadamente 12 900 M€ de encargos com juros, associados a essa dívida já emitida.

Tabela 5 – Amortizações e pagamento de juros até 2013 (em M€)

	Total de Amortizações	BT	Médio e Longo Prazo	Juros
2011	14 181	9 282	4 899	4 129
2012	17 178	5 860	11 318	4 747
2013	9 737	-	9 737	4 025
Total	41 096	15 142	25 954	12 901

Fonte: IGCP e cálculos da UTAO.

Descrição dos Planos de Estabilização existentes

14 No actual contexto de maior adversidade das condições de financiamento da economia portuguesa, o Governo requereu apoio financeiro externo no âmbito da Comissão Europeia (CE) e FMI, tendo este sido oficializado no dia 8 de Abril.

15 Tendo em conta que ainda não estão definidas as condições e montantes para um eventual empréstimo a Portugal, importa sintetizar as condições dos financiamentos comparáveis já existentes.

16 Os planos de financiamento estabelecidos para a Grécia e Irlanda têm características distintas. O pedido de auxílio grego foi efectuado em Maio de 2010, ainda antes da entrada em funcionamento do FEEF. Neste caso, foram concedidos empréstimos bilaterais a 4,5 anos pelos Estados-Membros da EU, tendo sido acordadas taxas de juros com um desconto considerável face ao verificado em mercado. Posteriormente, quer o prazo

quer a taxa foram revistos traduzindo actualmente condições mais favoráveis. Já o plano Irlandês, foi negociado ao abrigo do FEEF, contando logo à partida com uma maior maturidade, incorrendo no entanto numa taxa de juro superior. Desta forma, os planos dos dois países têm agora a mesma maturidade, de 7,5 anos, gozando ambos de um período de 4 anos de carência de capital.

Tabela 6 – Condições dos planos de estabilização financeira

	Grécia		Irlanda
	Mai-10	Mar-11	Nov-10
Montante (M€)	110 000	110 000	85 000
Prazo (anos)	4,5	7,5	7,5
Taxa (%)	5,20	4,20	5,82
Taxa Mercado	14,5	13,4	9,3
(Taxa - Tx. Mercado)	-9,3	-9,2	-3,5

Fonte: CE, FMI e cálculos da UTAO.

Nota: Taxa de mercado referente ao verificado em mercado secundário para igual maturidade aquando dos pedidos de financiamento.

17 Os montantes dos empréstimos concedidos não têm em conta, para ambos os países, a totalidade das necessidades de refinanciamento de dívida de curto prazo. No caso da Irlanda, dada a elevada liquidez defida pelo Tesouro, ainda não foi necessário recorrer ao refinanciamento de dívida de curto prazo em mercado. Já no caso da Grécia, têm ocorrido, ainda que pontualmente, emissões de títulos de curto prazo.

18 Num eventual empréstimo a Portugal, caso seja considerado o mesmo prazo e as mesmas condições do empréstimo à Irlanda, nas actuais condições de mercado, a taxa de juro a ser aplicada para uma igual maturidade (7,5 anos) seria de cerca de 5,95%, o que implicaria um desconto de cerca de 3,84 p.p. face ao verificado no mercado secundário (9,79%), no dia de 18 de Abril. No entanto, será de referir que as negociações em curso e a evolução dos mercados nas próximas semanas poderão dar origem a condições diferentes das aplicadas à Irlanda.

Tabela 7 – Taxa de juro aplicada à Irlanda actualizada de acordo com as actuais condições de mercado (em %)

FMI + MEE	Taxa	5,70
	Taxa Swap	3,43
FEEF	Spread	3,00
	Comissão	0,50
	Total	6,93
Total	Final (20% FEEF+ 80% FMI & MEE)	5,95

Fonte: CE, FMI e cálculos da UTAO.

Notas: Taxa de mercado secundário e taxa Swap, no dia 18 de Abril para igual maturidade

Os documentos da UTAO encontram-se disponíveis em <http://www.parlamento.pt/sites/COM/XILEG/5COF/Paginas/UTAO.aspx>