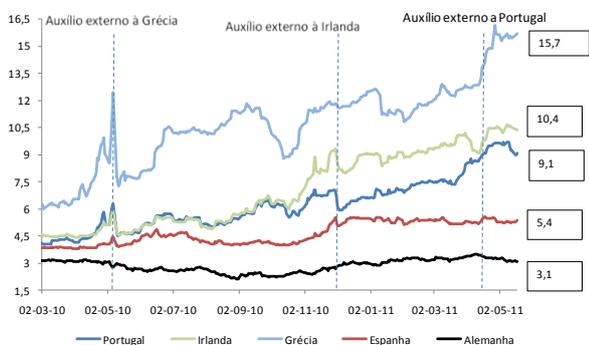


Condições de Mercado

1 A taxa de rendibilidade (*yield*) das Obrigações do Tesouro (OT) portuguesas com maturidade a 10 anos apresentou recentemente uma tendência de redução, que não se verificava desde de Novembro de 2010. Este comportamento de descida das *yields* registado no mercado secundário pelos títulos de dívida pública portuguesa apenas se verificou a partir do dia 10 de Maio, já depois da confirmação das condições do programa de assistência financeira requerido por Portugal à Comissão Europeia (CE) e ao Fundo Monetário Internacional (FMI). No entanto, comparativamente às obrigações alemãs de igual prazo, o diferencial daquelas OT continuou a aumentar e situou-se em 5,96 pontos percentuais (p.p.) no dia 18 de Maio de 2011, o que compara com 1,79 p.p. há um ano atrás e com 5,74 p.p. a 18 de Abril de 2011.

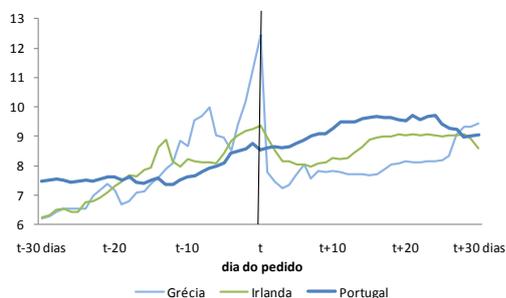
Gráfico 1 – Evolução das *yields* a 10 anos (em %)



Fontes: Banco de Portugal, Banco de Espanha, Bundesbank e Bloomberg.
Nota: O último valor assinalado no gráfico refere-se ao dia 18/05/2011. As datas de auxílio externo referem-se ao dia do pedido do mesmo.

2 Esta evolução descendente das *yields* das OT portuguesas a partir do dia 10 de Maio, divergiu da estabilização verificada nas congéneres gregas, irlandesas e espanholas, ficando este comportamento a dever-se principalmente à redução da incerteza, não só quanto aos detalhes do plano de auxílio externo, mas também quanto à sua aprovação interna e pelas instituições europeias.

Gráfico 2 – Evolução das *yields* a 10 anos antes e depois dos pedidos de auxílio externo (em %)

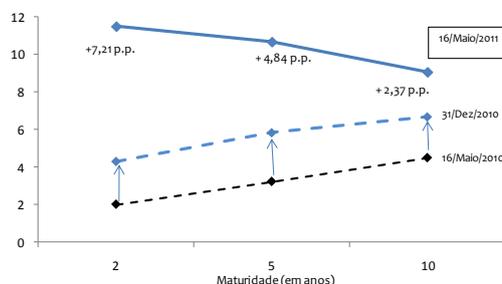


Fonte: Bloomberg e cálculos da UTAO.

3 Quando comparado com o verificado após os demais programas de auxílio externo na área do euro, verifica-se que contrariamente ao verificado aquando do anúncio dos planos de auxílio externo à Grécia e, ainda que em menor medida, à Irlanda, a *yield* das obrigações portuguesas a 10 anos não registou uma queda nos dias imediatamente posteriores ao mesmo, permanecendo a tendência de subida verificada anteriormente. No entanto, a descida

registada nas últimas semanas, coloca a *yield* das OT portuguesas próxima do nível verificado pelas suas congéneres gregas e irlandesas 30 dias úteis após o anúncio dos respectivos planos de auxílio.

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



Fonte: Banco de Portugal e cálculos da UTAO.

4 A curva de rendimentos das OT tem vindo a apresentar, desde o início do ano, uma subida em todas as maturidades, principalmente nas mais curtas, continuando igualmente a reduzir a sua inclinação. Com efeito, a partir do dia 18 de Abril, a curva tornou-se negativamente inclinada, entre todos os prazos considerados (2, 5 e 10 anos). Este perfil, em que as taxas mais curtas superam as mais longas, indicia o agudizar da percepção de um risco de crédito mais elevado por parte dos investidores.

Movimento da Dívida Pública

5 A dívida directa do Estado situou-se em 158 176 M€ no final de Abril de 2011, registando um aumento de 5699 M€ face ao mês anterior e um aumento de 18 229 M€ comparativamente ao mês homólogo de 2010 (13%). O resgate mensal de Certificados de Aforro acentuou-se no mês de Abril (735 M€), não tendo sido compensado pela subscrição de Certificados do Tesouro (137 M€). O principal contributo para a variação positiva verificada no último mês proveio do recurso a outros empréstimos, que registaram um aumento de 7362 M€. Para estes empréstimos, foram criados, segundo o IGCP, 6828 M€ de BT para colateral em operações de reporte (Repos).

Tabela 1 – Dívida directa do Estado
(posições em final de período, em M€)

	Abr-10	Mar-11	Abr-11	Tvh (%)
Titulada	123.200	136.083	135.595	10,1
Curto prazo	23.064	20.287	22.336	-3,2
Médio e longo prazo	100.136	115.796	113.259	13,1
Não titulada	16.747	16.394	22.581	34,8
Cert. Aforro	16.613	14.717	14.012	-15,7
Cert. do Tesouro	0	1.048	1.137	
Outra	134	629	7.432	
Total	139.947	152.477	158.176	13,0
Por memória:				
Transaccionável	118.739	131.071	130.510	9,9
Não Transaccionável	21.208	21.404	27.666	30,5
Não euro	2.399	2.034	1.942	-19,0

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.

6 O recurso a estas operações de muito curto prazo em tão elevada escala constitui a característica mais impressionante do movimento de dívida pública em Abril, não existindo informação detalhada quanto a maturidades e custo das mesmas, nem quanto ao objectivo da sua utilização.

7 No último mês, ocorreram apenas emissões pontuais e de prazos muito reduzidos (2 e 3 meses), na sequência do recente recurso ao financiamento externo no âmbito dos programas internacionais de ajustamento financeiro. Ainda assim, continuou a verificar-se um aumento da taxa de juro média de emissão. Esta evolução resulta das já referidas 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.

Tabela 2 – Emissões de dívida mais recentes

Maturidade	BT	
	Ago-11	Jul-11
Data da Transacção	04-Mai	18-Mai
Prazo	3 meses	2 meses
Montante Colocado (M€)	1 117	1 000
Montante de Procura (M€)	2 083	2 051
Taxa média (%)	4,7	4,7
Preço médio da emissão (%)	98,7	99,2
Por memória: emissão anterior com maturidade equivalente (%)	Abr-10 4,0	

Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

8 As duas emissões efectuadas desde o início do mês de Maio foram colocadas com uma taxa média semelhante à verificada em Março, tendo, no entanto uma maturidade substancialmente inferior. Caso se mantenha, 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	Mai-11
Maturidade média (anos)	3,8	4,7	4,9	1,2	1,2	(2,5 meses)
Taxa média (em %)	3,2	5,4	5,9	4,6	5,4	4,7

Fonte: IGCP e cálculos da UTAO.

Necessidades Brutas de Financiamento

9 As emissões de dívida ocorridas até 18 de Maio permitiram cumprir 37,7 e 52,4% das emissões previstas em 2011 de OT e BT, respectivamente, tendo o recurso a outras emissões ultrapassado, em 1905 M€, o montante previsto para este ano. Por outro lado, as amortizações de BT e OT ocorridas até ao momento representam cerca de 75 e 43,9% do total de amortizações estimadas para 2011, respectivamente.

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	4 167	43,9
3. Nec. Brutas de financiamento (1+2)	46 028	26,5		
Por memória:				
Emissões no ano civil	45 694	26,3	26 055	57,0
Obrigações do Tesouro	19 532	11,3	7 357	37,7
Bilhetes do Tesouro	19 700	11,4	10 331	52,4
Outras	6 462	3,7	8 367	129,5
das quais: MTN			1 142	
outros*			6 712	

Fontes: MFAP, IGCP e cálculos da UTAO.

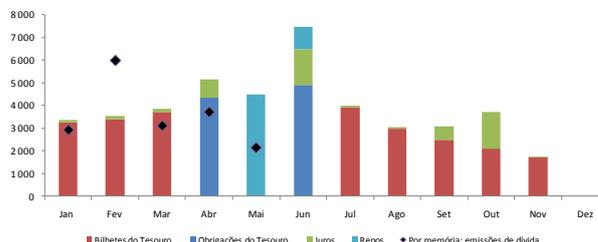
Notas: (1) Informação obtida a partir do Relatório do OE/2011.

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

10 Nos próximos três meses, incluindo o presente mês de Maio, as necessidades brutas de financiamento associadas a amortizações de OT, BT e Repos, e ao respectivo pagamento de juros, totalizarão cerca de 19 000 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 4899 M€, acrescida do pagamento (estimado) de juros de 2064 M€, associados a várias OT, bem como a amortização de Repos no valor de cerca de 1000 M€. Até ao final do presente ano, as necessidades brutas de financiamento do Estado, associadas aos mesmos instrumentos, deverão ascender a cerca de 27 604 M€ (16% do PIB), às quais acrescerá ainda o financiamento do défice orçamental.

Gráfico 4 – 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 pela UTAO com base no montante vivo de dívida pública em cada momento, não tendo em conta a gestão activa da carteira.

Descrição do Acordo de Assistência Financeira

11 No seguimento do pedido de assistência financeira externa requerido pelo Governo português à CE e ao FMI, foi acordado um programa de financiamento condicional, vigente até ao final de 2013. Este acordo foi aprovado pelo Governo português no dia 5 de Maio e pela Comissão Europeia, Eurogrupo e Conselho Ecofin nos dias 13, 16 e 17 de Maio, respectivamente.

12 Ainda que a UTAO não tenha tido acesso a informação oficial respeitante à totalidade das condições do empréstimo acordado (nomeadamente taxas, de juro, distribuição de franchés e de amortização de capital), procede-se nos pontos seguintes a uma análise sobre o impacto do mesmo, tendo por base a (incompleta) informação divulgada publicamente em diversas fontes. Esta análise estará sujeita a alterações, não apenas caso em que se verifique que as condições oficiais são distintas, mas igualmente no caso de estas virem a ser alteradas.

13 O programa acordado tem por base um empréstimo no valor de 66 000 M€ (podendo ser acrescido em 12 000 M€ para reforço do sistema financeiro), com uma maturidade de 7,5 anos e uma taxa de juro (estimada nas actuais condições de mercado) de 5,1%. Quando comparado com os programas já existentes para a Grécia e Irlanda, verifica-se que o empréstimo português, não só é o de menor montante absoluto, como representa igualmente uma menor percentagem do respectivo PIB (46%). Quanto à taxa de juro aplicada (apesar de referente à mesma maturidade, em virtude das diferentes construções dos mecanismos que servem de base aos restantes empréstimos já explicitadas na Última Nota Mensal), esta é inferior à aplicada para a Irlanda, mas superior à taxa cobrada no empréstimo à Grécia.

Tabela 5 – Condições dos programas de financiamento

	Grécia	Irlanda	Portugal
	Mar-11	Nov-10	Mai-11
Montante (M€)	110 000	85 000	78 000
% PIB	47	55	46
Prazo (anos)	7,5	7,5	7,5
Taxa (%)	4,2	5,8	5,1
Taxa Mercado*	13,4	9,3	10,2
(Taxa - Tx. Mercado)	-9,2	-3,5	-5,1

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.

14 Dado que o montante (66 000 M€ ou 78 000 M€) do empréstimo é dividido igualmente pelo FMI, pelo Mecanismo Europeu de Estabilização Financeira (MEEF) e pelo Fundo Europeu de Estabilização Financeira (FEFF), a taxa de juro aplicada a Portugal resulta da média ponderada das taxas aplicadas pelos três intervenientes no programa. A taxa cobrada pelo FMI é variável, tendo por base as taxas de juro de BT a 3 meses, dos 4 principais blocos económicos membros do Fundo (EUA, área do euro, Reino Unido e Japão), sendo acrescida de uma margem de 275 pontos até 3 anos e de 375 pontos para os restantes 4,5 anos. Quanto à taxa cobrada pelos dois mecanismos europeus, trata-se de taxas fixas, que têm por base o custo de financiamento em mercado (sendo a melhor estimativa actual a taxa swap a 7,5 anos), ao qual é acrescida uma margem de 215 ou 250 pontos base conforme o mecanismo utilizado.

Tabela 6 – Estimativa da taxa de juro a aplicar a Portugal nas actuais condições de mercado (em %)

	MEE	FEFF	FMI	Média
Taxa Base	3,43	3,43	0,51	2,46
Margem	2,15	2,5	[2,75-3,75]	2,67
Total	5,58	5,93	[3,25-4,25]	5,12

Fonte: CE, FMI e cálculos da UTAO.

15 Assim, com base na informação publicamente disponível e nas actuais condições de mercado, estima-se que a taxa de juro a pagar por Portugal seja de cerca de 5,1%, para todo o prazo do empréstimo. Tendo em conta o facto de o nível actual de taxas de juro ser extraordinariamente baixo (especialmente fora da área do euro), existe um claro risco de subida da taxa de juro a pagar pela participação do FMI.

Tabela 7 – Custos com Juros: Programa de Estabilização vs. recurso a mercado

	Montante (M€)	66 000
	Maturidade (Anos)	7,5
Taxa (%)	Plano	5,1
	Mercado (7,5 anos)	10,2
	Plano-Mercado	-5,1
Juros (M€)	Plano	25 361
	Mercado	50 490
	Plano - Mercado	-25 130

Fonte: Comissão Europeia, Bloomberg e Cálculos da UTAO.

16 Se forem consideradas as actuais condições de mercado como base, quer para a estimativa da taxa de juro subjacente ao programa de financiamento (5,1%), quer para a estimativa da taxa comparável em mercado secundário (10,2%), e se for assumido que o montante estritamente referente ao Estado (66 000 M€) seria totalmente financiado numa só tranche, poder-se-á estimar, ainda que de uma forma indicativa, qual o benefício do recurso ao programa. Desta forma, conclui-se que o recurso ao programa de financiamento, embora incorra num custo de cerca de 25 000 M€ em juros em todo o período do empréstimo (7,5 anos), é claramente vantajoso quando comparado com a alternativa de financiamento aos actuais níveis de mercado, que implicaria um custo de cerca de 50 000 M€. Esta diferença de 25 000 M€ ao longo de todo o período do empréstimo, equivale a cerca de 3 500 M€ anuais, cerca de 2% do PIB.

Previsões da Primavera da Comissão Europeia

17 No passado dia 13 de Maio, a CE publicou as previsões de Primavera para a economia europeia, tendo já em consideração nas suas previsões para Portugal, o programa de financiamento, assim como as suas condições. Estas previsões destacam-se pelas revisões em alta referentes não

apenas para as estimativas dos défices de 2011 e 2012, mas também para as da dívida pública e dos respectivos juros, na óptica das contas nacionais (definição PDE).

18 Para o corrente ano, a CE prevê um défice de 5,9% do PIB, acima dos 4,6% previstos pelo Ministério das Finanças e da Administração Pública (MFAP) na proposta de actualização do Programa de Estabilidade e Crescimento (PEC), em meados de Março (e reafirmada a 31 de Março na 1.ª versão da notificação do PDE).

19 Comparando as duas previsões verifica-se que 0,5 p.p. desse acréscimo de 1,3 p.p. do PIB resultam da CE prever encargos com juros mais elevados em 800 M€ face ao previsto pelo MFAP. Refira-se que a previsão da CE já considera o recurso ao programa de financiamento e o perímetro de consolidação mais alargado.

Tabela 8 – Contributo do aumento dos juros para a revisão do défice de 2011

	2011
Défice MFAP	4,6
Défice CE/Mai2011	5,9
Revisão no défice (em p.p.)	1,3
contributos:	
revisão do PIB	0,1
revisão dos juros	0,5
revisão do défice primário	0,7

Fonte: MFAP e Comissão Europeia.

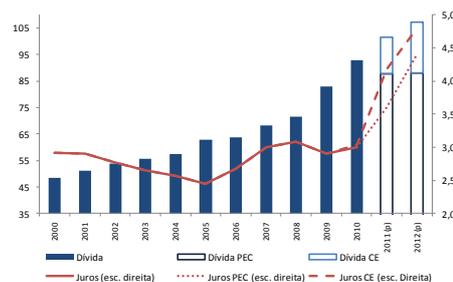
Nota: Os valores na óptica da contabilidade nacional.

20 Para 2012, e em conformidade com o valor acordado no âmbito do memorando de entendimento do programa de financiamento, a CE prevê um défice de 4,5% do PIB, 1,5 p.p. acima do previsto em Março no PEC (3%). A previsão aponta para um superávit primário de 0,3% do PIB, uma vez que a CE prevê que o peso dos juros atinja 4,8% do PIB (que compara com a previsão de 4,4% constante no PEC).

21 A previsão da CE para a dívida pública, aponta para que esta represente 101,7% do PIB, em 2011, e atinja os 107,4% em 2012, o que compara com a previsão no PEC de respectivamente 87,9 e 88,1% (sem as alterações ao perímetro de consolidação).

22 Conjugando as novas previsões da CE, com o facto de estas já considerarem o recurso de Portugal ao programa de financiamento, conclui-se que embora a estabilização e a convergência do rácio da dívida dos níveis actuais para o objectivo de 60% implique um elevado esforço de consolidação orçamental (i.e. elevados excedentes primários por um longo período, em virtude do aumento dos custos com os juros), esse esforço seria necessariamente maior, caso se mantivesse o recurso ao financiamento através do mercado, uma vez que este teria subjacentes custos substancialmente mais elevados (conforme referido no ponto 16).

Gráfico 5 – Evolução dos juros e da dívida pública (em % do PIB)



Fonte: Comissão Europeia (AMECO) e MFAP.

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