

Condições de Mercado e alterações institucionais

1 Ao longo do mês de Julho o risco percebido pelos investidores quanto à dívida soberana de países considerados "periféricos" continuou a aumentar, destacando-se novamente os receios de um incumprimento por parte da Grécia. Adicionalmente, em países de maior dimensão, nomeadamente Espanha e Itália, esta percepção também aumentou de forma significativa. O receio de contágio para estes países foi materializado no comportamento do diferencial da sua dívida soberana face aos títulos alemães, que no dia 18 de Julho atingiu 3,7 pontos percentuais (p.p.) e 3,3 p.p., para Espanha e Itália, respectivamente. Em ambos os casos, estas diferenças representaram níveis máximos desde a constituição do Euro. Quanto a Portugal, depois do nível máximo de 10,7 p.p., atingido no dia 11 de Julho, o diferencial entre as OT a 10 anos e as obrigações alemãs de igual maturidade encontrava-se em 8,4 p.p. no dia 27 do mesmo mês.

Tabela 1 – Evolução do spread face à Alemanha para títulos emitidos a 10 anos (em p.p.)

	Bélgica	Grécia	Irlanda	Itália	Portugal	Espanha
31-Dez-09	0,3	2,4	1,5	0,8	0,7	0,6
31-Dez-10	1,0	9,5	6,1	1,9	3,6	2,5
31-Jan-11	1,1	8,2	6,0	1,6	3,9	2,2
28-Fev-11	1,1	8,8	6,2	1,7	4,3	2,2
31-Mar-11	0,9	9,5	6,9	1,5	5,1	1,9
30-Abr-11	1,0	12,4	7,3	1,5	6,4	2,1
30-Mai-11	1,2	13,0	8,0	1,8	6,6	2,3
30-Jun-11	1,2	13,9	8,8	1,9	8,2	2,6
27-Jul-11	1,6	12,0	8,8	3,1	8,4	3,2
Var Jul-Jun	0,4	-1,9	0,0	1,2	0,2	0,6
Var Jul 11-Dez-10	0,6	2,5	2,7	1,2	4,8	0,7

Fontes: Bloomberg e cálculos da UTAO.

2 O aumento persistente dos spreads acentuou-se até ao dia 21 de Julho, data em que se realizou a Cimeira do Conselho da União Europeia. Desta cimeira resultaram alterações institucionais quanto ao funcionamento dos mecanismos já existentes (FEFF e MEEF), quanto às condições a aplicar no âmbito do novo plano de assistência à Grécia e quanto aos planos já existentes para a Irlanda e Portugal.

3 As alterações de funcionamento aos actuais mecanismos passaram por permitir: i) a existência de planos de assistência financeira com prazos mais curtos e menor condicionalidade; ii) planos de recapitalização do sistema financeiro de países que não se encontram ao abrigo de programas de assistência; iii) compras em mercado secundário de títulos de dívida pública. Estas compras só poderão ocorrer em circunstâncias excepcionais, sempre que esteja em causa a estabilidade financeira, dependendo da avaliação do Banco Central Europeu e do acordo de todos os Estados-membros signatários do FEFF e do MEEF.

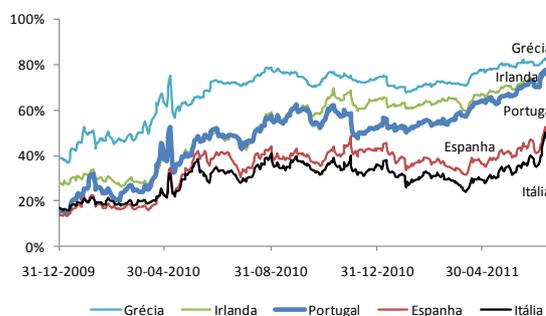
4 As condições do FEFF foram alteradas para a Grécia, Irlanda e Portugal. Nomeadamente, a taxa de juro a aplicar às próximas tranches será semelhante, mas nunca inferior à praticada no âmbito do programa comunitário "Balance of Payments Facility", actualmente em cerca de 3,5% ao ano. Adicionalmente, o prazo de pagamento destes programas será alargado, passando dos actuais 7,5 anos para um período entre 15 a 30 anos. Convém, no entanto, referir que estas condições apenas se aplicarão aos montantes provenientes do FEFF, mantendo-se as actuais condições dos empréstimos provenientes do FMI e do MEEF. A alteração deste último em condições semelhante às do FEFF poderá ainda ser aprovada

numa futura reunião. Mais à frente nesta nota encontra-se detalhada uma análise do impacto que a redução dos juros poderá vir a ter no processo de consolidação orçamental português.

5 Foi ainda acordado um novo plano de auxílio para a Grécia de cerca de 109 mil M€, repartido entre os mecanismos europeus, o FMI e o sector privado, tendo sido já acordada a participação voluntária dos principais bancos europeus, que corresponderá a aproximadamente 30% deste total. Esta participação privada envolverá uma troca de dívida por parte destes investidores, passando de prazos mais curtos para prazos mais longos, assim como a recompra de títulos em mercado secundário por parte do Estado grego. Como consequência, está prevista uma redução do valor nominal do stock da dívida equivalente a 21% do Valor Actualizado Líquido (VAL). Com este plano, a maturidade média da dívida grega passará de 6 para cerca de 11 anos.

6 O mercado da dívida teve uma reacção inicial positiva, materializada na descida das yields dos países sujeitos aos programas de assistência financeira. Contudo, o nível de risco voltou a aumentar, sobretudo relativamente a outros países, tais como a Espanha e a Itália. A reversão das yields ficou a dever-se a receios de que o montante total disponível possa ser insuficiente para permitir intervenções no mercado de dívida pública daqueles países. Paralelamente, subsistiram dúvidas quanto à sustentabilidade da dívida pública grega, já que, mesmo ao abrigo do novo plano, a mesma atingirá cerca de 130% do PIB em 2014.

Gráfico 1 – Evolução das probabilidades de incumprimento a 10 anos



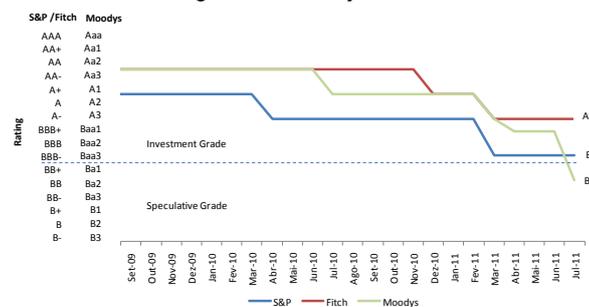
Fontes: Bloomberg e cálculos da UTAO.

Nota: Para calcular a probabilidade de incumprimento percebida foi utilizada a seguinte abordagem, seguida em diversos estudos recentes nomeadamente o mais recente da OCDE "A Market Perspective on the European Sovereign Debt and Banking Crisis", de Fevereiro de 2011:

$$\text{Probabilidade de Incumprimento} = \frac{\text{Spread}}{(1 - TR + \text{Yield})}$$

Em que TR corresponde à percentagem de recuperação assumida. Para este exercício foi considerada uma percentagem de 60% que corresponde à média dos últimos incumprimentos considerados pelo FMI. A probabilidade estimada não representa necessariamente uma probabilidade real de incumprimento, mas pretende quantificar o impacto que diferentes níveis de yields e de spreads podem ter no nível de risco percebido pelos investidores. A última observação data de 27 de Julho.

Gráfico 2 - Ratings da República Portuguesa atribuídos pelas principais agências de notação financeira



Fonte: IGCP.

7 O mês de Julho ficou ainda marcado pela Moody's ter (no dia 5) descido em 4 níveis o *rating* atribuído aos títulos de longo prazo emitidos pelo Estado português. Depois desta descida, o *rating* da República Portuguesa encontra-se agora, segundo esta agência, na categoria de "Speculative Grade". Esta redução de *rating* não teve consequências ao nível da desclassificação da dívida pública para efeitos de colateral/garantia em operações de refinanciamento por parte de instituições financeiras em virtude da alteração dos critérios empregues pelo Banco Central Europeu para estas operações, tal como já tinha sido efectuado para a dívida grega e irlandesa. De acordo com o comunicado da agência, a descida da *rating* deveu-se a dois factores:

— O aumento do risco de vir a ser necessário um segundo programa de assistência financeira, por não se afigurar viável o acesso ao financiamento nos mercados internacionais a taxas de juro compatíveis com a sustentabilidade da dívida pública. Sendo que nesse (eventual) novo programa poderia ser requerida a participação de investidores privados, implicando para estes condições menos favoráveis que as actuais;

— O possível incumprimento dos objectivos assumidos no memorando de entendimento com a UE/FMI, nomeadamente ao nível do défice e da dívida pública. Esta preocupação dever-se-á, de acordo com aquela agência, aos extraordinários desafios que o país enfrenta para, simultaneamente, reduzir a despesa pública, aumentar a eficiência fiscal, não comprometer o crescimento económico e apoiar o sector bancário.

8 A Moody's refere ainda que uma nova redução do *rating* poderá vir a ocorrer caso se verifique: um afastamento significativo do programa inicial de consolidação orçamental; uma nova revisão em baixa do crescimento económico; ou o aumento da participação de investidores privados em novos programas de assistência financeira. As outras duas principais agências têm mantido o *rating* da República estável desde Março/Abril, muito embora em "vigilância negativa".

Movimento da Dívida Pública

9 A dívida directa do Estado situou-se em 172,4 mil M€ no final de Junho de 2011 (Tabela 2), registando um aumento de 8 mil M€ face ao mês anterior e um aumento de 29,8 mil M€ comparativamente ao mês homólogo de 2010 (+9,9%). Adicionalmente, continuaram a verificar-se resgates (líquidos) de Certificados de Aforro (332 M€), tendo o *stock* deste instrumento de dívida reduzido em 3282 M€ em termos homólogos. A subscrição líquida de Certificados do Tesouro tem abrandado o seu ritmo de crescimento (tendo sido de apenas 24 M€ no mês de Junho), pelo que não tem compensado o resgate dos Certificados de Aforro.

Tabela 2 – Dívida directa do Estado

(posições em final de período, em M€)

	Jun-10	Mai-11	Jun-11	Tvh (%)
Titulada	122 687	137 805	134 814	9,9
Curto prazo	23 503	24 493	26 412	12,4
Médio e longo prazo	99 184	113 312	108 402	9,3
Não titulada	19 928	18 551	17 738	-11,0
Cert. Aforro	16 427	13 476	13 145	-20,0
Cert. do Tesouro	0	1 215	1 239	
Outra	3 501	3 860	3 354	-4,2
Assist. Financeira	-	7 994	19 841	
Total	142 615	164 350	172 393	20,9
Por memória:				
Transaccionável	117 964	132 657	129 592	9,9
Não Transaccionável	24 650	31 690	42 801	73,6
Não euro	2 369	2 073	8 126	

Fonte: IGCP e cálculos da UTAO.

Nota: As posições, incluindo os empréstimos recebidos ao abrigo do programa de assistência financeira, estão valorizadas em termos nominais, excepto os títulos emitidos a desconto, que se encontram ao valor descontado.

10 No mês de Junho obteve-se um financiamento total de 10,8 mil M€ ao abrigo do programa de assistência financeira, o qual, desde o início do programa, já ascende a 11,5% do total da dívida pública, 24% dos 78 mil M€ do total a ser emprestado até 2014 (incluindo o montante de 12 mil M€ para o reforço do sistema financeiro) e cerca de metade do total estimado para este ano pela Comissão Europeia (37,8 mil M€).

Tabela 3 – Empréstimos recebidos e a receber ao abrigo do Programa de Assistência Financeira (em M€)

	2011		2012	2013	2014
	Até Jul 11	Ano	Ano	Ano	Ano
TOTAL	18 833	37 800	25 000	10 000	5 100
FMI	6 307	12 600	8 300	3 300	1 700
Euro	12 526	25 200	16 700	6 700	3 400
MEEF	6 500	12 600	8 350	3 350	1 700
FEFF	6 026	12 600	8 350	3 350	1 700

Fontes: IGCP e Comissão Europeia.

Nota: Montante efectivamente recebido difere do valor nominal em dívida indicado na tabela 2 devido à margem exigida pelo FEFF acima do seu custo de financiamento.

11 O recurso ao programa de assistência financeira não exclui a ocorrência de emissões de curto prazo. Com efeito, ao longo do mês de Julho foram efectuadas três emissões em mercado a prazos reduzidos (3 e 6 meses). A taxa de juro média de emissão manteve-se em níveis elevados, tendo as colocações mais recentes incorrido numa taxa superior à verificada em emissões análogas realizadas pela Grécia.

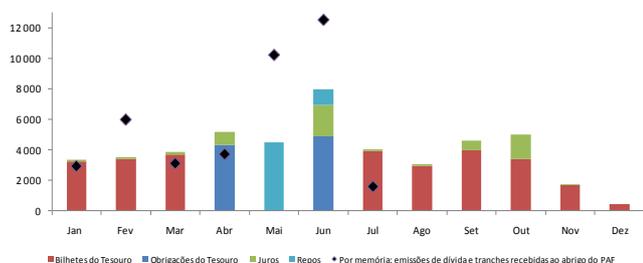
Tabela 4 – Emissões de dívida mais recentes

Maturidade	BT	BT	BT
	Out-11	Out-11	Jan-12
Data da Transacção	06-Jul	20-Jul	20-Jul
Prazo	3 meses	3 meses	6 meses
Montante Colocado (M€)	848	450	300
Montante de Procura (M€)	1 733	1 082	1 117
Taxa média (%)	4,9	5,0	5,0
Por memória: emissão anterior com maturidade equivalente (%)	Jun-11	Jun-11	Jun-11
	4,9	4,9	5,0

Fonte: IGCP e cálculos da UTAO.

12 Nos próximos três meses, incluindo o presente mês de Julho, as necessidades brutas de financiamento associadas a amortizações de BT e ao pagamento de juros, excluindo swaps, totalizarão cerca de 12 mil M€. Nos próximos 12 meses, as necessidades brutas de financiamento do Estado deverão ascender a cerca de 36,3 mil M€ (22% do total do *stock* de dívida), às quais acrescerá ainda o financiamento do défice primário e o financiamento de eventuais empréstimos do Tesouro a empresas públicas que se vejam impossibilitadas de recorrer a financiamento em mercado.

Gráfico 3 – 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.

Estimativa do impacto nos juros das novas condições do programa de assistência

13 Tendo em consideração as alterações para os futuros empréstimos, referidas no ponto 4, a UTAO realizou um exercício indicativo com o objectivo de quantificar o eventual impacto que a redução da taxa de juro poderá ter nos custos com juros até 2014. Para esse efeito utilizaram-se as recentes estimativas da Comissão Europeia e do FMI para Portugal relativamente aos montantes a receber por ano (Tabela 3) e aos juros a pagar (Tabela 6) ao abrigo do programa de assistência financeira.

Tabela 5 – Novas condições dos empréstimos do FEEF

	Até Jul	Novo
Prazo (anos)	8,2	22,5
Juro Emissões (%)	3,2	3,5
Spread (p.p.)	2,4	0,0
Total (%)	5,5	3,5

Fonte: IGCP, CE e cálculos da UTAO.

14 Partindo das condições recentemente verificadas nos últimos empréstimos recebidos ao abrigo do FEEF (uma taxa média de 5,5%), pode ser estimada a um diferencial de cerca de 2 p.p. entre o custo anteriormente considerado e uma estimativa tendo por base as novas condições (3,5%). Este diferencial é inferior à simples eliminação do *spread* do financiamento do FEEF, já que os novos empréstimos têm uma maturidade média superior (22 anos), cuja taxa de mercado será, em condições normais, superior à taxa dos empréstimos a 8 anos.

15 Com as novas condições para o financiamento oriundo do FEEF, a UTAO estima que o valor de juros a pagar seja inferior às estimativas originais do FMI/UE em cerca de 0,2 p.p. do PIB por ano (entre 300 e 400 M€) até 2014. Caso esta redução também venha a ser aplicada aos fundos provenientes do MEEF, mecanismo que empresta igualmente fundos com uma maturidade semelhante, aplicando actualmente um *spread* semelhante (próximo dos 2%), a diferença poderá ascender a cerca do dobro do anteriormente referido.

Tabela 6 – Juros a pagar de acordo com as novas condições do FEEF

	2011	2012	2013	2014
Previsões FMI (Maio 2011)				
1) Juros (M€)	7 127	8 137	8 807	9 302
2) Def Primário (% PIB)	1,7	-0,3	-2,1	-2,8
3) Défice (% PIB)	5,9	4,5	3,0	2,3
Novas Condições FEEF (estimativa UTAO)				
4) Juros (M€) [(4)-(1)+(5)]	7 060	7 835	8 437	8 898
5) Redução Juros (M€)	-67	-302	-370	-404
6) Redução Juros (% PIB)	0,0	-0,2	-0,2	-0,2

Fonte: CE, FMI e cálculos da UTAO.

Notas: Juros em Contas Nacionais. A redução dos juros com as novas condições foi calculada multiplicando o diferencial entre a nova taxa a aplicar pelo FEEF e a anteriormente cobrada pelos montantes a receber em cada ano, previstos pela CE.

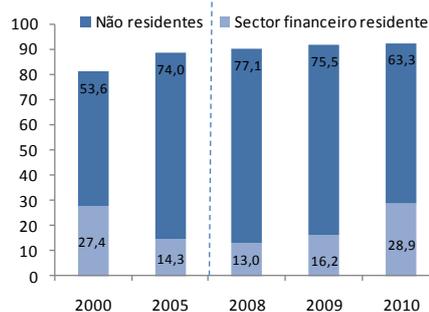
16 Tendo presente este novo valor estimado para os juros, conclui-se que, com as novas condições de financiamento, poderá existir uma diferença face ao cenário orçamental considerado pelo FMI e pela Comissão Europeia. Assumindo a manutenção dos objectivos definidos para o défice, a diferença decorrente do novo valor estimado para os juros poderá ser utilizada para permitir uma correcção menos acentuada do saldo primário, passando de um excedente de 2,8% do PIB em 2014, para 2,6% (ou 2,4% se a redução dos juros se aplicar a todos os fundos europeus). Caso não se altere a previsão para o saldo primário em 2014, esta redução dos juros poderia permitir a obtenção de um menor défice no final deste período, em igual montante ao da redução dos juros, o que corresponderia a um défice de 2,1% do PIB (ou 1,9% assumindo igualmente a redução dos juros provenientes do MEEF).

Interdependência entre as Administrações Públicas e o sector financeiro

17 A crise da dívida soberana tem vindo a colocar fortes restrições ao financiamento externo de um conjunto de países europeus. Essas restrições foram sentidas pelas Administrações Públicas portuguesas, mas também pelo sector financeiro, dificultando o seu habitual papel de financiador da actividade do sector privado. Após o agudizar da crise da dívida soberana, por ocasião do pedido de assistência financeira apresentado pela Grécia em Maio de 2010, o sector financeiro português, igualmente sujeito a restrições de financiamento, tem vindo a substituir-se progressivamente ao exterior no cumprimento das necessidades de financiamento das administrações públicas.

18 Em resultado das restrições ao financiamento externo em mercado por parte do Estado português, o sector financeiro residente chegou ao final do ano 2010 com 28,9% de toda a dívida pública portuguesa, quando no período homólogo detinha apenas 16,2%. Para este efeito foi decisivo o desconto dos títulos da dívida pública junto do Banco Central Europeu.

Gráfico 4 - Detentores da dívida pública (em % do total)



Fonte: Banco de Portugal

Notas: Considera-se a dívida pública total que é reportada à Comissão Europeia para efeito dos critérios de Maastricht.

19 O aumento da percepção de risco da dívida soberana deu origem a uma preocupação acrescida por parte dos supervisores relativamente à exposição do sector bancário à dívida pública. Com base nessa preocupação, a exposição à dívida soberana foi motivo de avaliação na recente análise do *European Banking Authority* sobre a resistência dos maiores bancos europeus a situações de perturbação grave da sua actividade.

20 Não surpreendentemente, concluiu-se que uma parte substancial da dívida pública emitida por cada país se encontra detida por bancos desse mesmo país. Esta conclusão é não só válida para Portugal, mas também para muitos dos

países identificados na Tabela 7. Em resultado desta constatação têm surgido preocupações sobre a viabilidade da ocorrência de uma reestruturação/modificação das condições contratuais da dívida pública já contraída. Com efeito, não será de excluir a possibilidade de este tipo de alteração provocar perdas nos balanços das instituições financeiras domésticas e, caso as perdas sejam de grande dimensão, causar um risco sistémico.

Tabela 7 - Exposição dos maiores bancos à dívida pública de países da União Europeia (stock em 31 Dezembro de 2010, em mil M€)

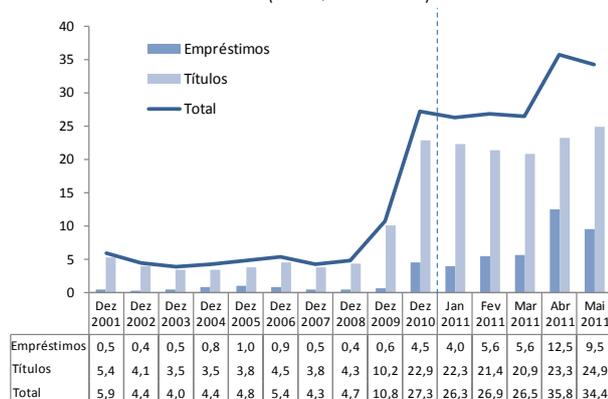
País	Dívida pública emitida										Σ
	BE	DE	ES	FR	UK	GR	IE	IT	PT	O	
BE	29,6	13,7	2,9	3,8	0,1	3,9	0,3	21,4	2,1	14,7	92,5
DE	6,5	315,3	18,6	13,6	7,2	7,9	1,0	36,8	3,6	36,1	446,6
ES	0,7	2,2	231,7	3,8	4,4	0,4	0,1	7,4	5,5	1,2	257,5
FR	33,0	45,6	14,6	118,3	8,6	10,1	2,1	53,0	4,8	31,6	321,7
UK	6,3	35,5	12,4	45,7	120,2	2,7	1,3	26,4	2,6	25,7	278,7
GR	0,0	0,4	0,0	0,2	0,0	54,4	0,0	0,1	0,0	0,9	56,0
IE	0,2	0,6	0,3	1,2	3,1	0,0	12,5	0,8	0,2	1,3	20,4
IT	0,4	20,4	3,2	0,8	0,1	1,4	0,2	164,0	0,4	11,3	202,3
PT	0,0	0,0	0,3	0,6	0,0	1,4	0,5	1,0	19,6	1,3	24,7
O	13,7	55,0	3,0	27,6	3,3	7,8	1,3	15,0	1,4	207,8	336
Σ	90,5	488,8	287,0	215,4	147,1	90,1	19,3	325,9	40,2	331,9	2036

Fonte: European Banking Authority (resultados dos testes de stress para 90 bancos europeus, Julho de 2011) | Notas: BE - Bélgica; DE - Alemanha; ES - Espanha; FR - França; UK - Reino Unido; GR - Grécia; IE - Irlanda; IT - Itália; PT - Portugal; O - Outros. Os bancos residentes que integraram o exercício foram os seguintes: CGD; BCP; BPI e BES. De notar que uma parte substancial da dívida pública é detida por outras instituições (financeiras e não financeiras) que não foram sujeitas aos testes de resistência.

21 A partir dos resultados deste exercício, com referência ao final do ano 2010, é possível concluir que cerca de 40 mil M€ de dívida pública portuguesa se encontrava detida pelos 90 maiores bancos europeus, da qual cerca de metade fazia parte da carteira de quatro bancos portugueses. Embora de menor dimensão, conclui-se também que uma parte ainda significativa da dívida pública portuguesa é detida por bancos espanhóis, franceses, alemães e britânicos. Adicionalmente, ainda se constata que os quatro bancos nacionais detinham ainda mais 5 mil M€ de dívida pública de outros países, com especial relevância para a dívida pública grega (1,4 mil M€).

22 No que se refere ao corrente ano, constata-se que a exposição à dívida pública soberana (por parte de todos os bancos residentes) permaneceu praticamente inalterada no primeiro trimestre de 2011, tendo aumentado substancialmente no mês de Abril.

Gráfico 5 - Dívida da Administração Central na carteira de bancos residentes (stock, em mil M€)



Fonte: Banco de Portugal (Estatísticas Monetárias e Financeiras).

Notas: Inclui informação relativa às "Outras Instituições Financeiras Monetárias" (vulgo bancos) residentes, mas exclui as "Outras Instituições Financeiras Não Monetárias", tais como Fundos de Investimento, Fundos de Pensões e Companhias de Seguros.

23 Com o objectivo de garantir a estabilidade do sistema financeiro e de manter o regular financiamento da actividade económica, foi decidido, no âmbito do Memorando de Entendimento, aumentar o limite disponível para a concessão de garantias pessoais do Estado ao sector bancário, dos actuais 20 mil milhões, para 35 mil milhões de euros. O recurso à garantia pública permitirá não só continuar a assegurar o financiamento da economia como também permitirá compensar os bancos pela perda de colateral junto do Banco Central Europeu, a qual decorre da descida do rating dos títulos de dívida soberana. Com efeito, a garantia do Estado permitiu, desde logo, o acesso ao financiamento no mercado da dívida através da emissão de obrigações a 3 anos por parte de três instituições financeiras (CGD, BES e BANIF), no total de 2250 M€.

Tabela 8 - Dívida Garantida pelo Estado (stock, em M€)

	2005	2008	2009	2010	2011 (Jul)
Responsab. Assumidas	8 648	16 567	22 832	24 139	n.d.
Empresas Públicas Não Financeiras	n.d.	10 100	13 231	14 114	n.d.
Entidades Financeiras	n.d.	5 566	7 900	8 375	12 705
Públicas	n.d.	2 066	4 250	4 750	7 550
Privadas	n.d.	3 500	3 650	3 625	5 155
Cooperação para o desenvolvimento	n.d.	900	1 250	1 650	n.d.
Por memória:					
Responsab. Efectivas	8 310	11 436	20 745	21 411	n.d.
d.q.: incluídas no perímetro das Adm. Públicas (Contab. Nac.)	nd	6 392	10 974	11 708	n.d.
Pagamentos por Execução de Garantias	17	7	6	457	n.d.

Fonte: CGE/2010, Direcção-Geral do Tesouro e Finanças e Diário da República. | Notas: As responsabilidades assumidas são contabilizadas no momento em que o Estado concede as garantias, no entanto a mesma só se torna efectiva quando utilizada. A garantia diz-se executada quando o Estado é chamado a efectuar pagamentos em nome do beneficiário. A dívida das empresas beneficiárias incluídas no perímetro das Administrações Públicas em Contabilidade Nacional já se encontra contabilizada na dívida pública reportada à Comissão Europeia ao abrigo do Tratado de Maastricht. Daquele agregado consta a dívida garantida das seguintes empresas: REFER, Metropolitano de Lisboa, Metro do Porto, Estradas de Portugal, Parque Escolar e veículos financeiros do BPN.

24 A dívida garantida pelo Estado aos bancos no âmbito da Iniciativa para o Reforço da Estabilidade Financeira (IREF), a qual teve o seu início em 2008, representou cerca de 1/3 do total das garantias assumidas entre 2008 e 2010. A concretizar-se o aumento do montante disponível (+15 mil M€) e a sua utilização pelas entidades financeiras, será de esperar que estas passem a ser as principais beneficiárias das garantias prestadas. Com efeito, no final de Julho de 2011 já ascendiam a cerca de 12,7 mil M€.