

Condições de Mercado

1 O mês de Agosto foi marcado por uma maior aversão ao risco e por uma elevada turbulência nos mercados, a qual foi agravada pela redução de liquidez típica deste período. A contribuir para o aumento da aversão ao risco estiveram a ameaça da deslocação da crise da dívida soberana da periferia para o centro da Europa, motivada não apenas pela convicção de que o contágio se teria estendido a Espanha e a Itália, mas também pela divulgação de estimativas para o PIB do segundo trimestre, as quais vieram confirmar os receios de abrandamento da actividade económica dos dois principais blocos mundiais, os Estados Unidos da América e a União Europeia.

2 Neste contexto, o BCE decidiu manter inalteradas as taxas de juro directoras, não obstante algumas pressões inflacionistas, lançou um programa suplementar de cedência de liquidez a 6 meses (*longer-term refinancing operations*), em resposta ao insuficiente funcionamento do mercado interbancário, e retomou a compra de dívida soberana no mercado secundário, tendo as *yields* da dívida a 10 anos de Itália e Espanha estabilizado em torno dos 5%. As taxas de rentabilidade da dívida soberana destes dois países excederem os 6% durante alguns dias, nível que poderia tornar inoportáveis os custos de financiamento dessas economias a longo prazo. Também em resultado da referida evolução dos mercados da dívida pública, os governos destes dois Estados-membros, aos quais se juntou mais tarde o de França, anunciaram novas medidas tendentes a acelerar o processo de consolidação orçamental em curso.

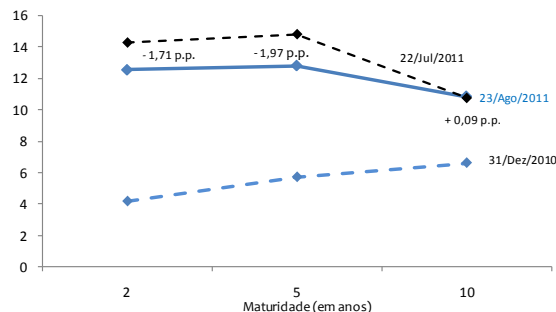
Tabela 1 – Evolução do spread face à Alemanha para títulos emitidos a 10 anos (em p.p.)

	31-Dez-09	31-Dez-10	31-Mar-11	30-Jun-11	27-Jul-11	26-Ago-11	Var. mensal Agosto	Var. desde o início do ano
Bélgica	0,3	1,0	0,9	1,2	1,6	1,8	0,2	0,8
Grécia	2,4	9,5	9,5	13,9	12,0	15,7	3,7	6,2
Irlanda	1,5	6,1	6,9	8,8	8,8	6,7	-2,1	0,6
Itália	0,8	1,9	1,5	1,9	3,1	2,9	-0,2	1,0
Espanha	0,6	2,5	1,9	2,6	3,2	2,8	-0,4	0,3
Portugal	0,7	3,6	5,1	8,2	8,4	9,0	0,6	5,4

Fonte: Bloomberg e cálculos da UTAO

3 De acordo com a informação veiculada pela imprensa com base em fontes dos mercados financeiros, o BCE também terá comprado títulos de dívida de Portugal e da Grécia na sua intervenção no mercado secundário da dívida pública. Porém, o *spread* da dívida a 10 anos da Grécia face aos títulos alemães foi aquele que durante o mês de Agosto apresentou um maior aumento (3,7 p.p.), devido aos receios de que o segundo plano de assistência financeira não se concretize e obrigue a uma reestruturação da dívida. Com efeito, devido a estes receios, as *yields* das obrigações a 2 anos atingiram valores recorde acima de 45%.

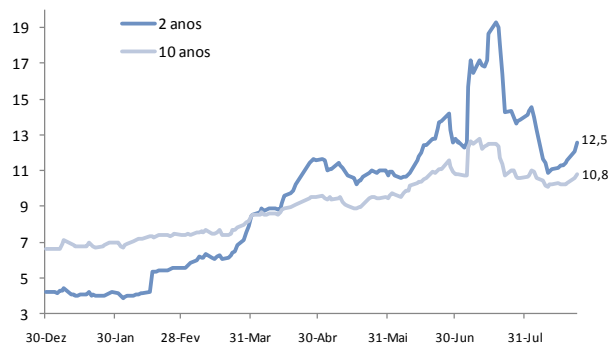
Gráfico 1 – Curva de Rendimentos das Obrigações do Tesouro Portuguesas (em %)



Fonte: Reuters (via IGCP)

4 Relativamente à dívida pública portuguesa, as *yields* das Obrigações do Tesouro com maturidades mais curtas apresentaram reduções assinaláveis face ao verificado no mês anterior, diminuindo 1,71 e 1,97 p.p. nos títulos com prazos de 2 e 5 anos, respectivamente. No entanto, a partir da segunda quinzena de Agosto as *yields* das obrigações a 2 anos retomaram um percurso ascendente, possivelmente em resultado da incerteza que ainda se verifica em torno do segundo plano de assistência à Grécia.

Gráfico 2 – Taxas de Rendibilidade das Obrigações do Tesouro Portuguesas em 2011 (em %)



Fonte: Reuters (via IGCP). Última observação: 23 de Agosto de 2011.

5 O mês de Agosto ficou ainda marcado pela redução, por parte da agência *Standard & Poor's*, do *rating* dos títulos de dívida de longo prazo emitidos pelos Estados Unidos da América, de AAA para AA+. Esta redução histórica reflecte, segundo esta agência de notação, a convicção de que o plano de consolidação orçamental será insuficiente para estabilizar o rácio da dívida pública em níveis sustentáveis a médio prazo. A redução do *rating* foi ainda justificada pelos receios de que a instabilidade política venha a marcar os próximos anos, a qual ficou evidente pelo longo impasse em torno do aumento do limite de endividamento público.

Movimento da Dívida Pública

6 A dívida directa do Estado português ascendeu a 169,9 mil M€ no final de Julho de 2011, tendo aumentado 23,7 mil M€ face ao mês homólogo de 2010, apesar de ter diminuído 2,5 mil M€ face ao mês anterior, na sequência de uma redução da dívida titulada de curto prazo. No que se refere à dívida não titulada, o stock de Certificados de Aforro reduziu-se 3539 M€ em termos homólogos, tendo os resgates (líquidos) totalizado 383 M€ no mês de Julho. Por sua vez, a subscrição líquida de Certificados do Tesouro aumentou apenas 3 M€ no mês de Julho.

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

	Jul-10	Jun-11	Jul-11	Tvh (%)
Titulada	122 119	134 815	132 151	8,2
Curto prazo	21 355	26 412	23 761	11,3
Médio e longo prazo	100 764	108 403	108 390	7,6
Não titulada	24 091	17 738	17 858	-25,9
Cert. Aforro	16 301	13 145	12 762	-21,7
Cert. do Tesouro	158	1 239	1 242	
Outra	7 632	3 354	3 853	-49,5
Assist. Financeira	-	19 841	19 919	
Total	146 210	172 393	169 929	16,2
Por memória:				
Transaccionável	117 263	129 592	126 970	8,3
Não Transaccionável	28 945	42 802	42 959	48,4
Não euro	2 192	1 913	8 138	

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.

7 No mês de Julho não existiu qualquer financiamento ao abrigo do programa de assistência financeira, o qual já corresponde a 11,7% do total da dívida pública. Do montante total (78 mil M€) a ser emprestado até 2014 (incluindo o montante de 12 mil M€ para o reforço do sistema financeiro), foi recebido cerca de ¼ desse total até ao final de Julho, aproximadamente metade do total estimado pela Comissão Europeia para o corrente ano (37,8 mil M€).

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

	2011		2012		2013		2014	
	Até 31-Jul	Ano	Ano	Ano	Ano	Ano	Ano	Ano
TOTAL	18,8	37,8	25,0	10,0	5,1			
FMI	6,3	12,6	8,3	3,3	1,7			
Europa	12,5	25,2	16,7	6,7	3,4			
MEEF	6,5	12,6	8,4	3,4	1,7			
FEEF	6,0	12,6	8,4	3,4	1,7			

Fonte: IGCP e Comissão Europeia.
Nota: O montante efectivamente recebido 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.

8 Apesar de Portugal estar actualmente ao abrigo do programa de assistência financeira, no mês de Agosto continuaram a ocorrer emissões de curto prazo em mercado, tendo sido efectuadas duas emissões com maturidade a 3 meses e uma a 6 meses. Assim, foi colocado um montante total de 1991 M€, tendo a taxa de juro média de emissão ficado abaixo dos 5%, em linha com as últimas emissões análogas.

Tabela 4 – Emissões de dívida – Agosto/2011

Maturidade	Bilhetes do Tesouro		
	Nov-11	Nov-11	Fev-12
Data da Transacção	03-Ago	17-Ago	17-Ago
Prazo	3 meses	3 meses	6 meses
Montante Colocado (M€)	793	1 027	172
Montante de Procura (M€)	1 918	1 750	1 240
Taxa média (%)	4,967	4,854	4,989
Por memória: emissão anterior com maturidade equivalente (%)	Jul-11	Ago-11	Jul-11
	4,982	4,967	4,960

Fonte: IGCP e cálculos da UTAO.

9 De acordo com a última Síntese da Execução Orçamental da DGO (óptica da contabilidade pública), os "juros e outros encargos" pagos até ao final de Julho pelo subsector Estado ascenderam a 3369 M€, representando 53,5% da dotação inscrita no Relatório do OE/2011. Apesar de, a partir do mês de Junho, se ter verificado uma inversão do comportamento daquela rubrica, o referido valor corresponde a um crescimento homólogo de apenas 10,9%, que compara com o crescimento de 26,7% implícito no OE/2011, face à Conta Geral do Estado de 2010.

O registo estatístico dos mecanismos de estabilização financeira e o seu impacto na dívida pública

10 O Fundo Europeu de Estabilização Europeia (FEEF) ainda não tinha sido criado quando surgiu a necessidade de prestar assistência financeira à Grécia, em Maio de 2010. A ausência de um organismo europeu que tivesse competência para prestar esse tipo de apoio deu origem a um programa *ad-hoc* junto da Comissão Europeia: o *Greek Loan Facility*. Este programa tem por base um conjunto de empréstimos bilaterais concedidos pelos restantes Estados-membros do *Eurogrupo*, em função do seu peso na área do euro. Para prestarem auxílio ao abrigo do programa grego, os Estados-membros necessitaram, eles próprios, de se financiar, tendo aumentado assim a sua dívida pública.

11 Em Junho de 2010 foi criado o FEEF. Esta nova entidade foi constituída por três anos ao abrigo da lei luxemburguesa pelos, à época, 16 membros da área do euro, com o objectivo de preservar a estabilidade da União Económica e Monetária através da assistência a Estados-membros com dificuldades de financiamento no mercado da dívida pública. Para obter os fundos necessários à prestação da assistência financeira, o FEEF recorre, ele próprio, a emissões de títulos de dívida em mercado, as quais são suportadas por garantias concedidas pelos seus membros, até ao montante total de 440 mil M€. A este montante acrescem 60 mil M€ do Mecanismo Europeu de Estabilização Financeira (MEEF), o qual é suportado directamente pela União Europeia.

Tabela 5 – Contributo do FEEF e dos Estados-membros da União Monetária para os programas de assistência financeira
(em mil M€)

Estado-membro financiado	Total do Programa	Contributo do FEEF / Estados-membros	2010	2011	2012	2013	2014
Grécia	110,0	80,0	21,0	35,5	17,6	5,9	-
Irlanda	85,0	22,5	0,0	12,9	6,4	3,3	-
Portugal	78,0	26,0	0,0	12,6	8,4	3,4	1,7
Total	273,0	128,5	21,0	61,0	32,3	12,6	-

Fonte: Comissão Europeia e FMI.

Nota: Para este quadro não se considera o segundo programa de assistência financeira à Grécia, pois ainda não se conhecem os seus detalhes. De notar que o primeiro programa de assistência financeira a este país não contou com a participação do FEEF, pois este ainda não estava criado, pelo que o contributo dos Estados-membros foi efectuado por intermédio de empréstimos bilaterais. A Eslováquia não contribui para esse programa, mas participa na assistência a Portugal e à Irlanda, uma vez que é membro do FEEF. O Reino Unido, a Suécia e a Dinamarca participam no programa de assistência financeira à Irlanda através de empréstimos bilaterais.

12 Na sequência da criação do FEEF, as autoridades estatísticas europeias sentiram necessidade de estabelecer critérios comuns para o registo em contabilidade nacional dos empréstimos concedidos, nomeadamente do seu impacto na dívida pública dos Estados-membros, tanto dos financiados como dos financiadores. Não havendo dúvidas em considerar o empréstimo a um dado Estado-membro enquanto dívida pública desse país, a principal questão centrava-se na classificação dos passivos associados às emissões de dívida do FEEF. Estes poderiam ser considerados dívida do próprio Fundo ou dívida (indirecta) dos Estados-membros financiadores.

13 A decisão do Eurostat, conhecida em Janeiro de 2011, foi no sentido de considerar o FEEF como um mero veículo intermediário entre Estados-membros. Esta conclusão baseou-se na limitada autonomia de decisão do Fundo, aspecto que não permitiu a sua classificação como uma unidade estatística autónoma à luz do Sistema Europeu de Contas Nacionais (SEC95). Na sequência da referida decisão, passaram a considerar-se os títulos emitidos no mercado pelo Fundo como **dívida pública dos Estados-membros financiadores**. Com efeito, os empréstimos concedidos pelo FEEF não só aumentaram os rácios da dívida pública (bruta) no PIB dos Estados-membros financiados, mas também dos Estados-membros financiadores, por intermédio dos passivos incorridos pelo FEEF, na proporção da respectiva participação dos países no Fundo. De notar que o limite fixado no Tratado de Maastricht foi associado ao conceito de **dívida pública bruta** (não consolidada), portanto não líquida de activos financeiros. Porém, a situação financeira líquida destes países não se altera, uma vez que os passivos incorridos pela emissão de dívida têm por contrapartida os empréstimos concedidos, que são activos desses mesmos países.

14 Em média, estima-se que o impacto da assistência financeira na dívida pública dos Estados-membros financiadores represente 1,2% do respectivo PIB (de 2012). A participação portuguesa ocorreu entre Maio de 2010 e Março de 2011, tendo sido suspensa com o

pedido de assistência financeira. Nesse período Portugal emprestou 1103 M€ à Grécia e 108 M€ à Irlanda, este último em Fevereiro de 2011, já ao abrigo do FEEF. Estes empréstimos contribuíram com 0,7 p.p. para o rácio da dívida das administrações públicas no PIB, o qual ascendeu a 94% em Março de 2011. De notar que o encargo que representa a assistência financeira para a dívida pública dos Estados-membros poderá estar na origem das recentes resistências à concessão de novos empréstimos à Grécia por parte de alguns países.

Tabela 6 – Impacto da assistência financeira na dívida pública dos Estados-membros financiadores

Estado-membro financiador	Chave de distribuição original (em %)	Total financiado (em mM€)	Em % do PIB	Em % do total da dívida
Alemanha	27,92	35,7	1,2	1,5
França	20,97	26,8	1,1	1,3
Itália	18,42	23,5	1,3	1,1
Espanha	12,24	15,6	1,3	1,8
Holanda	5,88	7,5	1,1	1,7
Bélgica	3,58	4,6	1,1	1,1
Áustria	2,86	3,7	1,1	1,4
Finlândia	1,85	2,4	1,1	2,0
Portugal	2,58	1,2	0,7	0,7
Eslováquia	1,02	1,1	1,3	2,7
Eslovénia	0,48	0,6	1,4	3,1
Irlanda	1,64	0,3	0,2	0,2
Luxemburgo	0,26	0,3	0,6	3,3
Chipre	0,20	0,3	1,2	1,9
Malta	0,09	0,1	1,5	2,2
Reino Unido	0,00	3,8	0,9	0,3
Suécia	0,00	0,6	0,0	0,4
Dinamarca	0,00	0,4	0,2	0,4
Total	100,0	128,5	1,2	1,4

Fonte: Comissão Europeia, FMI, FEEF, e cálculos da UTAO.

Nota: Ver nota à tabela anterior. Até ao 1.º trimestre de 2011, os montantes da participação de Portugal no programa de assistência à Grécia e à Irlanda totalizaram 1103 e 108 M€, respectivamente. A Irlanda participou durante parte do ano 2010 no programa de assistência financeira à Grécia.

15 Por seu turno, para o Mecanismo Europeu de Estabilidade (MEE), que entrará em vigor em Julho de 2013, está previsto um desenho institucional substancialmente diferente. O MEE terá um capital total de 700 mil M€, dos quais 80 mil M€ serão efectivamente subscritos pelos Estados-membros, garantindo-lhe a capacidade de emitir dívida e de suportar riscos por conta própria. Esta entidade será aprovada através de um Tratado, assinado pelos membros da União Económica e Monetária e obedecerá a regras de governação similares a outros organismos internacionais.

16 Tendo em consideração as características acima descritas, as autoridades estatísticas europeias decidiram que o MEE deverá ser tratado de forma análoga a outros organismos internacionais, como por exemplo o FMI. Assim sendo, a assistência financeira prestada pelo MEE será contabilizada como se de um empréstimo concedido por um organismo internacional se tratasse e o seu financiamento em mercado será considerado como passivo do próprio organismo, não penalizando a dívida pública dos Estados-membros participantes. Deste modo, espera-se que o desenho institucional do MEE e a sua forma de registo em contabilidade nacional contribuam para aliviar a pressão interna nos países que prestam assistência financeira.