

Condições de Mercado¹

1 A percepção de risco relativamente à dívida soberana de diversos países europeus diminuiu em junho. A diminuição dessa percepção (que contrasta com o aumento registado no mês anterior), é atestada sobretudo pelo menor diferencial das *yields* dos títulos de dívida pública grega e portuguesa face às congéneres alemãs (-5,4 e -2,3 p.p., respetivamente). Considerando a variação desde o início do corrente ano, a diminuição registada nos *spreads* da Grécia e de Portugal ascendeu a -5,6 e -3,0 p.p., respetivamente, contrastando com o aumento dos *spreads* dos títulos espanhóis face à Alemanha (+ 1,5 p.p.).

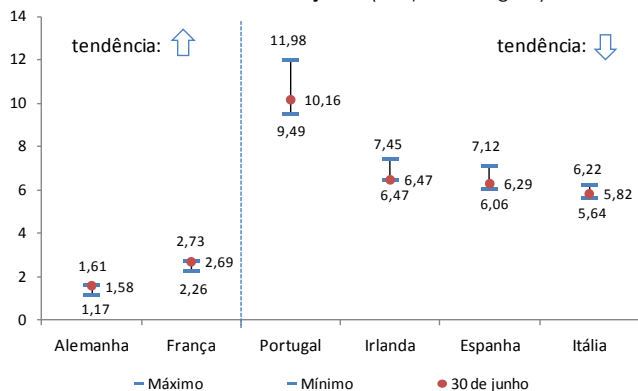
Tabela 1 – Spread de títulos emitidos a 10 anos face à Alemanha (em pontos percentuais)

	31 dez 2009	31 dez 2010	30 dez 2011	30 abr 2012	31 mai 2012	30 jun 2012	Var. mensal	Var. desde o início do ano
Espanha	0,6	2,5	3,2	4,1	5,4	4,8	-0,6	1,5
França	0,2	0,4	1,3	1,3	1,2	1,1	-0,1	-0,2
Grécia	2,4	9,5	29,8	18,5	29,6	24,3	-5,4	-5,6
Irlanda	1,5	6,0	6,6	5,2	6,2	4,9	-1,3	-1,7
Itália	0,8	1,9	5,3	3,9	4,7	4,2	-0,5	-1,0
Portugal	0,7	3,6	11,5	9,0	10,8	8,6	-2,3	-3,0

Fonte: Bloomberg (online). | Nota: No caso da Irlanda foram utilizadas as taxas de rendibilidade das obrigações com maturidade a 9 anos, uma vez que as congéneres a 10 anos deixaram de ter *benchmark* nesta fonte desde o dia 11 de Outubro.

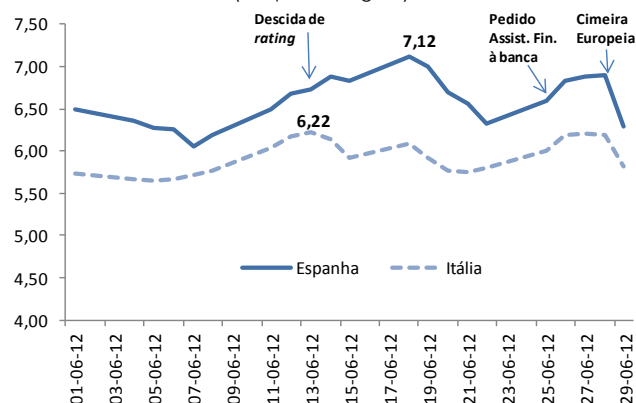
2 No mês de junho, as taxas de rendibilidade das OT portuguesas voltaram a apresentar uma volatilidade maior que a registada em outros países da área do euro. Com efeito, o diferencial entre o valor máximo (registado no dia 5) e o mínimo (dia 22) foi de 2,5 p.p.. Embora apresentando um intervalo de variação bastante inferior, as *yields* da Espanha² e da Itália situaram-se a um nível bastante elevado em junho, apesar de também terem recuado no final do mês. Para essa melhoria terá contribuído o anúncio das medidas acordadas na Cimeira Europeia de 28 e 29 de junho (ver Gráfico 2 e identificação das principais medidas no ponto 5 da presente Nota).

Gráfico 1 – Intervalo de variação das *yields* de títulos com 10 anos de maturidade no mês de junho (em percentagem)



Fonte: Bloomberg (online).

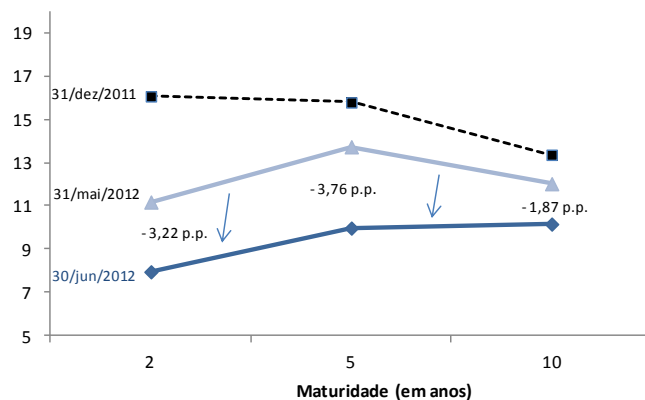
Gráfico 2 – Yields das OT a 10 anos de Espanha e Itália no mês de junho (em percentagem)



Fonte: Bloomberg (online).

3 As yields das Obrigações do Tesouro (OT) portuguesas apresentaram, em todos os prazos, decréscimos significativos face ao mês anterior. A diminuição foi mais expressiva nos prazos mais curtos: -3,22 e -3,76 p.p., nas maturidades de 2 e 5 anos, respetivamente. A diminuição mensal das *yields* das OT a 10 anos ascendeu a 1,87 p.p.. Note-se que, desde o início do ano, as *yields* das OT portuguesas a 2 anos já registaram um decréscimo de 8,10 p.p..

Gráfico 3 – Curva de rendimentos das Obrigações do Tesouro portuguesas (em percentagem)



Fonte: Bloomberg (online).

4 No dia 25 de junho, tanto a Espanha como o Chipre formalizaram um pedido de assistência financeira para recapitalização do setor bancário. O pedido espanhol era esperado desde 9 de junho, dia em que os ministros das Finanças da área do euro se mostraram receptivos à disponibilização de um montante até 100 mil M€. No dia 13, a agência de notação *Moody's* baixou o *rating* da dívida soberana espanhola em três níveis, com perspetiva negativa (ficando a apenas um nível de ser classificado como "lixo"). Os termos da assistência financeira a Espanha deverão ser conhecidos em breve³, esperando-se em contrapartida o anúncio de medidas adicionais para reduzir o défice orçamental. No caso do Chipre, foi igualmente a recente redução da notação do país para "lixo" por parte da *Fitch* que desencadeou o pedido de assistência financeira,

¹ Consideraram-se apenas os eventos ocorridos até ao final do mês de junho.

² As *yields* espanholas subiram depois do Ministro das Finanças espanhol ter afirmado que seriam necessários 100 mil M€ para financiar o setor bancário, tendo atingido um máximo histórico de 7,12% a 18 de junho, no dia seguinte às eleições gregas, que culminaram com um novo impasse na formação de Governo.

³ As recentes auditorias efetuadas ao sistema bancário, por solicitação do Governo espanhol, apontaram para necessidades de reforço do capital dos bancos até 62 mil M€.

considerado inevitável, atendendo à elevada exposição do setor bancário cipriota face à dívida grega.

5 Os resultados da recente Cimeira Europeia foram considerados bastante positivos mas persistem dúvidas sobre a celeridade na aplicação das medidas acordadas.⁴ O acordo alcançado representa uma inflexão na política de assistência financeira aos estados-membros em dificuldades, com o intuito de “quebrar o círculo vicioso entre os bancos e as dívidas soberanas”. As principais medidas adotadas pelo Conselho Europeu, realizado nos dias 28 e 29 de junho, foram as seguintes:

- possibilidade de recapitalização direta dos bancos sem onerar a dívida pública do estado-membro em causa, embora esta se encontre condicionada à prévia criação de um mecanismo único de supervisão bancária;
- possibilidade dos mecanismos de estabilidade financeira (FEEF e MEE) comprarem dívida pública no mercado secundário⁵, condicionada à formalização de um Memorando de Entendimento;
- renúncia do estatuto de senioridade do MEE, ou seja, num cenário de reestruturação os credores oficiais não terão direito de preferência sobre os restantes investidores;
- implementação de um programa de estímulo ao crescimento e ao emprego, num total de 120 mil M€, que inclui a reafectação de fundos estruturais europeus (55 mil M€) e o reforço do capital do Bando Europeu de Investimento em 10 mil M€; e, por último,
- análise da situação do sistema financeiro irlandês⁶, a fim de melhorar a sustentabilidade do respetivo programa de ajustamento.

6 A quarta avaliação trimestral do Programa de Ajustamento Económico e Financeiro (PAEF) português foi considerada globalmente positiva. No início de junho, as autoridades internacionais concluíram que “o programa continua no bom caminho, embora subsistam alguns desafios”. Aquelas autoridades admitiram que a quebra do PIB em 2012 poderá vir a ser inferior à estimada no exame anterior (3% em vez de 3,3%) e que o objetivo de défice orçamental para o corrente ano “continua a ser concretizável”. Note-se, porém, que esta conclusão foi anterior à divulgação quer dos dados da execução orçamental de maio em contabilidade pública (a qual traduziu um acentuar dos riscos relativos à receita fiscal e às contribuições e prestações sociais), quer do défice do 1.º trimestre em contas nacionais (7,9% do PIB). Por outro lado, o Ministro das Finanças anunciou⁷ uma revisão em alta de 3 p.p. no rácio da dívida pública em 2013 (que deverá atingir os 118,6%), decorrente sobretudo da “revisão do PIB nominal para 2013, da execução do Programa de Apoio à Economia Local e de revisões contabilísticas entretanto efetuadas ao nível da dívida pública no final de 2011”.

⁴ Apesar das *yields* de Espanha e Itália terem recuado momentaneamente, esse efeito positivo não se terá mantido nos dias seguintes, traduzindo, desta forma, algum ceticismo perante a perspectiva de que grande parte das medidas anunciadas tenha ainda que enfrentar diversos entraves burocráticos, financeiros, legais e políticos de duração imprevisível.

⁵ De acordo com a Declaração da Cimeira da área do euro, o BCE também terá dado o seu acordo para “atuar como um agente do FEEF/MEE na condução das operações de mercado”.

⁶ A Irlanda voltou recentemente a financiar-se no mercado de curto prazo, através da emissão de Bilhetes de Tesouro a 3 meses. Tal não acontecia desde o pedido de assistência financeira, solicitado em novembro de 2010. Contudo, o regresso ao mercado da dívida de longo prazo apenas deverá ocorrer no próximo ano.

⁷ Na intervenção por ocasião da apresentação da 4.ª avaliação trimestral do PAEF.

Movimento da Dívida Pública

7 No final de maio de 2012, o stock da dívida direta do Estado aumentou face ao mês anterior devido aos desembolsos do PAEF. Com efeito, o stock ascendeu a 194 362 M€, montante que traduz um acréscimo de 8593 M€ (+4,6%) face ao final de abril. Esse aumento é justificado pelos desembolsos no âmbito do PAEF, que no mês de maio ascenderam a 8605 M€ (ao valor nominal), dos quais 5200 M€ referentes ao FEEF e 2700 M€ ao MEEF (devendo-se o remanescente à ocorrência de variações cambiais relativas aos desembolsos do FMI). Por sua vez, a diminuição de dívida não titulada foi superior (em 12 M€) ao acréscimo da dívida titulada.

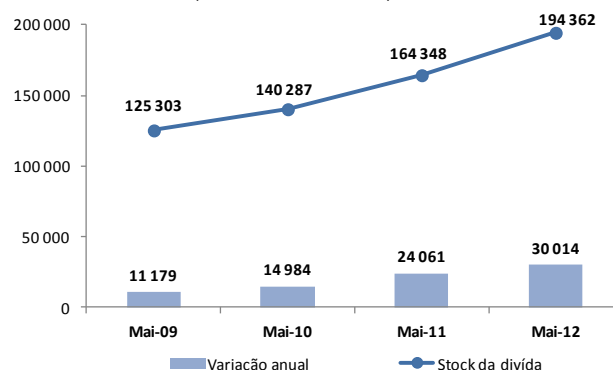
Tabela 2 – Dívida direta do Estado
(stock em final de período, em milhões de euros)

	Mai-11	Abr-12	Mai-12	Tvh (%)
Titulada	137 805	124 967	125 132	-9,2
Curto prazo	24 493	18 276	18 562	-24,2
Médio e longo prazo	113 312	106 691	106 570	-5,9
Não titulada	18 550	13 821	13 644	-26,4
Cert. Aforro	13 476	10 479	10 293	-23,6
Cert. do Tesouro	1 214	1 362	1 374	13,2
Outra	3 860	1 980	1 977	-48,8
Assist. Financeira	7 994	46 982	55 587	:
Total	164 348	185 769	194 362	18,3
Por memória:				
Transaccionável	132 657	120 446	120 606	-9,1
Não Transaccionável	31 690	65 322	73 756	:
Euro	162 275	165 241	173 058	6,6
Não euro	2 073	20 528	21 304	:

Fonte: IGCP e cálculos da UTAO. | Nota: os stocks, incluindo os empréstimos recebidos ao abrigo do PAEF, encontram-se valorizados em termos nominais, exceto os títulos emitidos a desconto, que se encontram ao valor descontado.

8 O stock da dívida direta do Estado aumentou significativamente em termos homólogos. Esse acréscimo foi de 30 014 M€ (18,3%) face ao que se registava em maio de 2011. Trata-se praticamente do dobro do aumento médio verificado no período homólogo dos últimos quatro anos (16 741 M€). Assim, relativamente a maio de 2008 o stock agravou-se em 80 238 M€ (70,3%). O peso dos certificados de aforro e do tesouro no total da dívida direta do Estado até maio foi de 6%, quando em igual período do ano passado tinha sido de 8,9%. Em sentido contrário, o peso dos desembolsos ao abrigo do PAEF aumentou significativamente, de 4,9% para 28,6%.

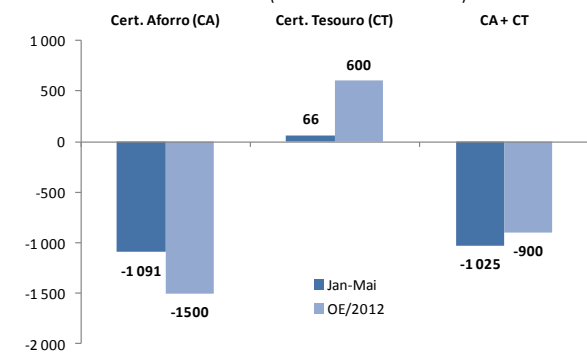
Gráfico 4 – Evolução do stock da dívida direta do Estado
(em milhões de euros)



Fonte: IGCP e cálculos da UTAO.

9 Decorridos cinco meses, o montante de resgates líquidos de certificados de aforro e do tesouro previsto para 2012 já foi ultrapassado. Apesar de, no mês de maio, os resgates líquidos de certificados de aforro terem atingido o menor valor desde janeiro de 2011 (186 M€), estes já totalizam 1091 M€ desde o início do ano, o equivalente a cerca de 73% do montante previsto para 2012. Por outro lado, os certificados do tesouro também têm suscitado muito pouco interesse por parte dos aforradores: desde o início do ano este instrumento regista uma subscrição líquida de apenas 66 M€ (no período homólogo de 2011 ascendeu a 529 M€), correspondente a apenas 11% do montante previsto para o corrente ano. No seu conjunto, estes dois instrumentos já apresentam um montante de resgates líquidos de 1025 M€, o que corresponde a um desvio de 125 M€ acima do previsto no OE/2012. Não será expectável que esta maior quebra de financiamento possa vir a ser compensada até ao final do ano, a menos que as atuais condições de subscrição venham a ser alteradas⁸. Com efeito, as poupanças dos particulares têm-se destinado a outros instrumentos. De acordo com dados recentemente publicados pelo Banco de Portugal, os depósitos de particulares (incluindo emigrantes) até maio aumentaram 7,1% em termos homólogos. Por outro lado, diversas empresas portuguesas cotadas no índice PSI-20 passaram a colocar emissões obrigacionistas junto de particulares, concorrendo assim diretamente com outros emittentes tradicionais, nomeadamente o Estado e as instituições financeiras.⁹

Gráfico 5 – Subscrições líquidas de certificados de aforro e do tesouro em 2012 (em milhões de euros)



Fonte: IGCP e cálculos da UTAO.

10 Os desembolsos no âmbito do PAEF já representam mais de 2/3 dos recursos financeiros totais previstos até 2014. No mês de junho não houve lugar a qualquer desembolso ao abrigo do PAEF¹⁰. Desde o início do PAEF, os desembolsos totalizam 53,3 mil M€ (dos quais 19,1 mil M€ no corrente ano¹¹), o equivalente a 68,4% do total previsto (78 mil M€). No mês de julho encontra-se previsto o desembolso de mais 4,1 mil M€, aprovados na sequência da 4.ª avaliação do PAEF.

⁸ Em julho, a taxa líquida da série atualmente em subscrição de certificados de aforro foi apenas de 0,6%; as taxas brutas dos certificados do tesouro para prazos superiores a 5 anos mantêm-se inalteradas há quase ano e meio.

⁹ Depois de terem aumentado durante 19 meses consecutivos, os depósitos de particulares diminuíram nos meses de abril e maio, de acordo com dados do Banco de Portugal.

¹⁰ A diferença relativamente à Tabela 3 apresentada na anterior Nota mensal sobre a Dívida Pública, prende-se com o quarto desembolso da 4.ª tranche do PAEF: 5,2 mil M€ provenientes do FEEF, recebidos a 30 de maio, e que por essa razão não constavam do Boletim Mensal do IGCP, publicado no dia 24 de maio.

¹¹ Refira-se que, desde o início do ano, a dívida direta do Estado aumentou 19,5 mil M€.

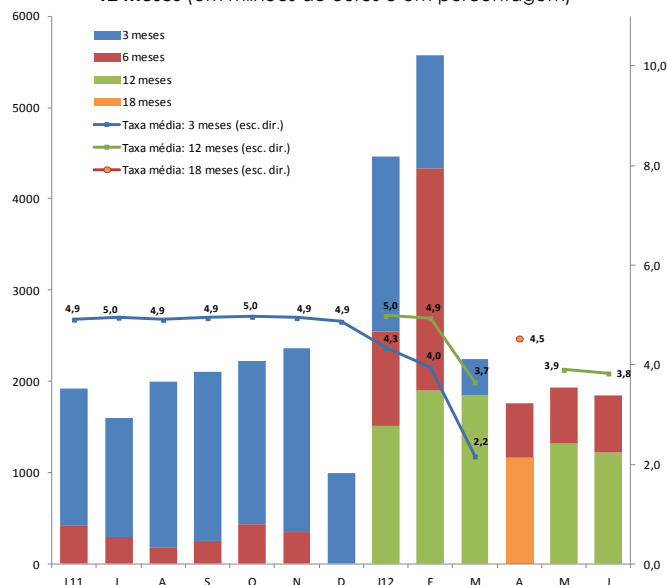
Tabela 3 – Desembolsos no âmbito do PAEF
(ao valor de encaixe e em milhares de milhões de euros)

	2011		2012	
	Executado	Previsto	Até 30-Jun	Previsto*
TOTAL	34,2	33,0	19,1	30,3
FMI	13,1	12,9	5,2	8,3
U.E.	21,1	20,1	13,9	22,0
MEEF	14,1	14,1	6,0	8,3
FEEF	7,0	6,0	7,9	13,7

Fontes: IGCP e cálculos da UTAO. | Nota: (*) previsão que consta do relatório do OE/2012; o montante total já desembolsado difere do indicado na Tabela 2 porque não inclui a margem exigida pelo FEEF acima do seu custo de financiamento, mais/menos valias e variações cambiais.

11 A maturidade média das emissões de Bilhetes do Tesouro (BT) aumentou significativamente a partir de 2012. Com efeito, nas emissões efectuadas na segunda metade de 2011, os maiores montantes tinham sido colocados sobretudo através de linhas a 3 meses. No 2.º trimestre de 2012 não foi utilizada nenhuma linha com esse prazo, tendo os montantes mais elevados sido colocados nos prazos de 12 e 18 meses. Decorrido o 1.º semestre, as emissões brutas de BT totalizam 17,8 mil M€, ao valor nominal¹²: 12,3 mil M€ no 1.º trimestre e 5,5 mil M€ no 2.º trimestre. De acordo com o programa de financiamento para o 3.º trimestre divulgado pelo IGCP, encontra-se prevista a colocação de um montante máximo de 3750 M€ (em fase competitiva) através de duas linhas a 6 meses, uma a 12 e uma a 18 meses. Refira-se ainda que a eventual materialização dos riscos já identificados da execução orçamental poderá vir a implicar emissões de dívida de curto prazo superiores às previstas, de modo a cobrir possíveis necessidades adicionais.

Gráfico 6 – Emissões de BT e respetivas taxas de juro médias nos últimos 12 meses (em milhões de euros e em percentagem)



Fonte: IGCP e cálculos da UTAO. | Nota: inclui alocações em fase competitiva e não competitiva (ao valor nominal); em janeiro de 2012, a barra verde corresponde a uma emissão com maturidade de 11 meses e em março de 2012 a barra azul corresponde a uma emissão com maturidade de 4 meses.

¹² Correspondente a 17,3 mil M€ ao valor de encaixe.

12 No mês de junho, os custos de emissão de BT baixaram ligeiramente. Com efeito, realizaram-se dois leilões de BT (a 6 e 12 meses), tendo sido colocado um total de 1843 M€ (ao valor nominal), a maior parte do qual na maturidade mais longa. Apesar de terem sido realizados numa altura em que começaram a surgir receios sobre um eventual resgate a Espanha, as taxas médias obtidas ficaram abaixo das verificadas nas últimas emissões análogas, sobretudo na emissão a 6 meses (-0,3 p.p.).

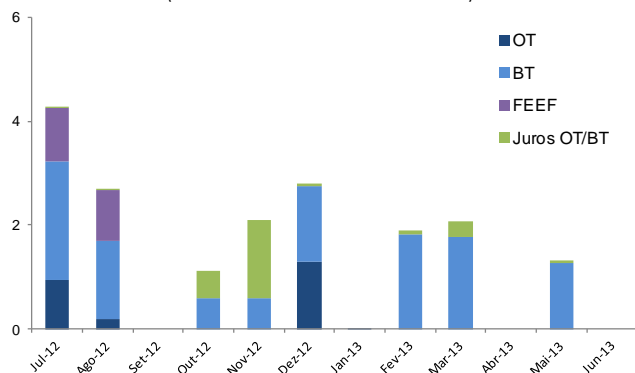
Tabela 4 – Emissões brutas de dívida pública em junho/2012

Maturidade	Dez-12	Jun-13
Data da Transacção	06-Jun	06-Jun
Prazo	6 meses	12 meses
Montante Colocado (M€)	624	1 219
Montante de Procura (M€)	2 155	2 706
Taxa média (%)	2,653	3,834
Por memória: emissão anterior com maturidade equivalente (%)	Mai-12 2,935	Mai-12 3,908

Fonte: IGCP e cálculos da UTAO. | Nota: os montantes encontram-se ao valor nominal e incluem alocações em fase competitiva e não competitiva.

13 Nos próximos doze meses, as necessidades de financiamento decorrentes da amortização de dívida deverão atingir os 15,8 mil M€, representando 13,1% do stock de dívida transacionável. Saliente-se que o montante mais expressivo será amortizado já no mês de julho (4,2 mil M€). Por outro lado, nos próximos doze meses o pagamento de juros relativos a obrigações do tesouro e a bilhetes do tesouro deverá ascender 2,2 mil M€ e 0,4 mil M€, respetivamente.

Gráfico 7 – Amortização e pagamento de juros nos próximos 12 meses
(em milhares de milhões de euros)

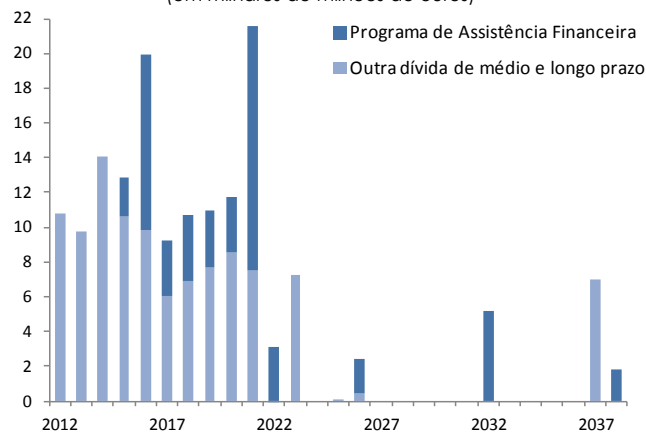


Fonte: IGCP e cálculos da UTAO. | Nota: exclui acordos de recompra ("Repos"); consideram-se apenas as amortizações relativas ao stock da dívida viva (e após swaps), não se efetuando qualquer estimativa para os montantes e as datas de amortização das futuras emissões.

14 Os "juros e outros encargos" pagos pelo Estado até maio continuam a apresentar um grau de execução baixo. O pagamento de "juros e outros encargos" por parte do Estado ascendeu a 1572 M€ até maio, o equivalente a 21,4% da dotação inscrita no OER/2012. Trata-se ainda de um ritmo de execução baixo, justificado pelo perfil intra-anual desta rubrica. De facto, para que se cumpra a previsão do OER/2012, ainda faltará pagar 5758 M€ até ao final do ano. Na última síntese da execução orçamental (na ótica da contabilidade pública), a DGO referiu que a atual carteira da dívida pública tem uma concentração de pagamentos em junho e outubro.

15 Nos próximos dez anos, a amortização de dívida de médio e longo prazo deverá ascender a 131,7 mil M€, tendo em conta apenas o stock da dívida existente. Mais de metade daquele montante deverá ser amortizada até 2016 (dos quais 9,8 mil M€ em 2013, ano em que se encontra prevista a retoma de emissões de dívida pública de médio e longo prazo no mercado). As amortizações mais expressivas ocorrerão em 2016 e em 2021, anos em que as amortizações dos empréstimos no âmbito do PAEF deverão totalizar cerca de 10 e 14 mil M€, respetivamente.

Gráfico 8 – Amortização da dívida de médio e longo prazo
(em milhares de milhões de euros)



Fonte: IGCP. | Nota: considera-se apenas o stock da dívida vigente, não se efetuando qualquer estimativa para os montantes e as datas de amortização das futuras emissões; não se consideram as amortizações de dívida a efetuar em 2012 no âmbito do PAEF, por ser de curto prazo.