

FINANCIAMENTO E MERCADO DE DÍVIDA PÚBLICA PORTUGUESA

ESTRATÉGIA DE GESTÃO DA DÍVIDA PÚBLICA PORTUGUESA EM 2011

A gestão da dívida pública portuguesa em 2011 foi condicionada, em grande escala, pelo agravar da crise da dívida soberana e dificuldade de financiamento em mercado. O PAEF, acordado em maio de 2011, alterou profundamente o programa de financiamento definido no início do ano, dado que as necessidades de financiamento foram maioritariamente cobertas pelos empréstimos do MEEF, FEEF, e FMI.

No que concerne o financiamento em mercado de médio e longo prazo, foi emitida uma nova série de obrigações do Tesouro (OT) no mês de fevereiro, um novo *benchmark* a 5 anos, e foram reabertas 4 séries emitidas em anos anteriores. Em relação ao financiamento através de bilhetes do Tesouro (BT) foram, inicialmente, lançadas linhas a 12 meses, sendo que, após a assinatura do PAEF, a deterioração das condições de mercado apenas permitiu a realização de emissões a 3 e 6 meses. Foram, ainda, emitidos 6 novos títulos do programa *Euro Medium Term Notes* (EMTN), antes do início do PAEF.

Os instrumentos de dívida não negociáveis – CA, CT, CEDIC – representaram um contributo negativo dado o considerável volume de resgates nos CA.

Gráfico 9 – Estrutura do *stock* da dívida por tipo de instrumento



FONTE: IGCP

NECESSIDADES DE FINANCIAMENTO

Em 2011, as necessidades líquidas de financiamento do Estado, apuradas na ótica da contabilidade pública, fixaram-se em cerca de EUR 14,3 mil milhões. Destaque para a aquisição líquida de ativos financeiros, que resultou maioritariamente das necessidades de financiamento de algumas empresas do setor empresarial do Estado, integradas no perímetro de consolidação das AP, que o Estado supriu dada a dificuldade de acesso ao mercado que as mesmas observaram. Foi, ainda, constituído um fundo de suporte à recapitalização do sistema bancário (EUR 1.000 milhões) previsto no PAEF.

Quadro 2 – Necessidades de financiamento do Estado
(unidade: EUR milhões)

	2010	2011 ^E
1. NECESSIDADES LÍQUIDAS DE FINANCIAMENTO	17.106	14.277
Défi ce orçamental	14.249	7.044
Aquisição líquida de ativos financeiros (exceto receitas de privatização)	2.088	6.233
Reforço da estabilidade financeira *	0	1.000
Dotação para o FRDP	1.500	0
Receita de privatizações aplicadas na amortização da dívida (-) **	731	0
2. AMORTIZAÇÕES FUNDADAS	32.245	39.707
Certificados de Aforro + Certificados do Tesouro	1.920	4.820
Dívida de curto prazo em euros	21.777	25.321
Dívida de médio e longo prazo em euros	7.709	9.591
Dívida em moedas não euro	1.245	285
Fluxos de capital de <i>swaps</i> (líq.)	-406	-311
3. NECESSIDADES BRUTAS DE FINANCIAMENTO (1. + 2.)	49.351	53.984

* Montante cativado pelo Estado para criação de um fundo de suporte à recapitalização do sistema bancário. Até ao final de 2011 nenhuma instituição de crédito tinha recorrido a este fundo.

** O valor de EUR 600 milhões recebido pelo Estado em 2011 (por conta da privatização da EDP) só foi transferido para o FRDP em 2012, pelo que só nesse ano será aplicado na amortização de dívida pública.

FONTE: DGO e IGCP

FINANCIAMENTO EFETUADO

A emissão líquida de dívida em 2011 ascendeu a EUR 21,6 mil milhões. Face ao ano de 2010, é de destacar o contributo líquido negativo das OT em EUR 2,2 mil milhões, dos BT em EUR 6,8 mil milhões e dos CA em EUR 4,1 mil milhões.

Quadro 3 – Composição do financiamento em 2011
(unidade: EUR milhões)

	Emissões fundadas		Amortizações fundadas		Financiamento líquido	
	Montante	Estrutura	Montante	Estrutura	Montante	Estrutura
Dívida euro	48,134	78.5%	39,732	100%	8,402	39%
CA	371	0.6%	4,457	11.2%	(4,086)	-18.9%
CT	986	1.6%	363	0.9%	623	2.9%
CEDIC	3,933	6.4%	4,887	12.3%	(954)	-4.4%
CEDIM	141	0.2%	-	0.0%	141	0.7%
BT	12,461	20.3%	19,261	48.5%	(6,800)	-31.5%
OT	7,321	11.9%	9,491	23.9%	(2,169)	-10.1%
FEEF	7,008	11.4%	-	0.0%	7,008	32.5%
MEEF	14,066	23.0%	-	0.0%	14,066	65.2%
Outra dívida	1,847	3.0%	1,273	3.2%	574	2.7%
Dívida não euro	13,147	21.5%	285	0.7%	12,862	59.6%
FMI	13,147	21.5%	-	0.0%	13,147	60.9%
Outra dívida	0	0.0%	285	0.7%	(285)	-1.3%
Swaps (Líq.)			(311)		311	1.4%
Total	61,281	100%	39,707	100%	21,574	100%

FONTE: IGCP

O contributo positivo vem dos empréstimos ao abrigo do PAEF que, tal como referido anteriormente, substituiu o financiamento no mercado de médio e longo prazo.

De seguida, são apresentados dados complementares sobre o financiamento em mercado e via PAEF.

Financiamento ao abrigo do PAEF

O valor dos desembolsos do PAEF em 2011 foi de aproximadamente EUR 34,2 mil milhões.

Quadro 4 – Tranches desembolsadas ao abrigo do PAEF

	Valor desembolsado (EUR milhões)	Valor nominal (EUR milhões)	Maturidade média (anos)	Taxa média ponderada (%)
FEEF (longo prazo) *	6.026	7.128	8,4	4,0%
FEEF (curto prazo) **	985	986	0,2	2,5%
MEEF	14.063	14.100	8,9	2,9%
FMI ***	13.147	13.147	7,3	5,3%
TOTAL	34.221	35.360	7,9	4,0%

* Diferença entre valor desembolsado e valor nominal resulta do pagamento de margem de 2,08% *upfront* na 1ª tranche do empréstimo desembolsada em junho de 2011. Taxa de juro aqui apresentada assume o reembolso dessa quantia no final do empréstimo.

** Empréstimos de curto prazo do FEEF serão refinanciados por prazo mais alargado, que poderá ir até um máximo de 15 anos. Taxa de juro aqui apresentada inclui custo com comissões de serviço que não se repetirão nas datas de refinanciamento destes empréstimos.

*** Custo de financiamento do empréstimo do FMI estimado com base em taxas *forward*.

FONTE: IGCP

No caso do MEEF foi acordada a supressão de um *spread* de 2,15 por cento em todos os desembolsos, com aplicação retroativa aos empréstimos realizados em maio e junho de 2011. No caso do FEEF, a eliminação desta margem só foi implementada nos desembolsos ocorridos depois de dezembro de 2011. Nos empréstimos realizados em junho de 2011 o *spread* só será devolvido após amortização dos empréstimos, dado que este foi entregue inicialmente para constituição de um *cash-buffer*. Em relação ao empréstimo do FMI, o custo de financiamento deriva de um cabaz de diferentes moedas. Assim, a taxa apresentada é uma estimativa e resulta de *forwards* cambiais e de taxa de juro.

Emissões de OT

O lançamento de novas séries de OT e a reabertura destas ou de séries já existentes no final de 2010 estava previsto ascender a um montante mínimo de EUR 18 mil milhões. No entanto, dado que este financiamento foi substituído pelos empréstimos ao abrigo do PAEF, o montante emitido em OT foi de EUR 7,3 mil milhões.

Em fevereiro, realizou-se o único lançamento de uma nova série – a previsão de um máximo de duas novas séries não se concretizou dada a já referida deterioração das condições de financiamento. Foram emitidos EUR 3,5 mil milhões desta nova série a 5 anos, a OT 6,4% fev 2016.

Para além desta emissão sindicada, realizaram-se em 2011 quatro leilões de OT envolvendo a reabertura do mesmo número de linhas a dois, quatro e dez anos. Foi colocado um montante nominal de EUR 3,8 mil milhões.

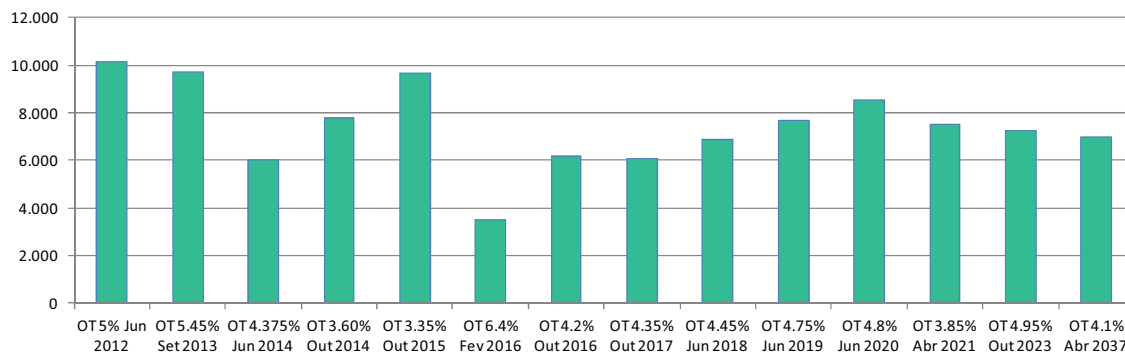
A deterioração das condições de financiamento é visível na tabela que se segue, dado um aumento abrupto da taxa média ponderada e do ASW.

Quadro 5 – Média ponderada dos leilões de OT em 2010 e 2011

Maturidade (anos)	2		4		10	
Ano	2010	2011	2010	2011	2010	2011
Bid-to-cover ratio	2,4	1,5	3,1	2,6	1,9	3,2
Taxa média ponderada (%)	2,5	5,9	4,1	5,4	5	6,7
Spread ASW (bp)	102	358	204	302	191	312

FONTE: IGCP

Gráfico 10 – Composição da curva de OT no final de 2011 (EUR milhões)



FONTE: IGCP

Programa de EMTN

Realizaram-se seis emissões ao abrigo do Programa EMTN em vigor. Cinco emissões foram efetuadas em euros com taxa indexada à Euribor – na maturidade dos 2, 7, 8 e 10 anos – tendo sido efetuada uma emissão de cupão zero para um prazo de 18 meses. As emissões EMTN atingiram um montante global de EUR 1,2 mil milhões.

Emissões de BT

Foram emitidas em 2011 seis novas linhas de BT, face a dez inicialmente previstas, com maturidades entre dezembro de 2011 e maio de 2012. Realizaram-se ao longo do ano 33 leilões através dos quais foi colocado um montante nominal bruto de EUR 24,8 mil milhões. Devido a um volume de amortizações de EUR 31,6 mil milhões, o contributo nominal dos BT para o financiamento do ano foi negativo em EUR 6,8 mil milhões.

Contudo, previa-se inicialmente uma emissão líquida de BT marginalmente positiva. Esta diferença ficou a dever-se à deterioração das condições de mercado, em particular a ausência de procura para BT com a maturidade de 12 meses.

O agravamento das condições de financiamento refletiu-se também nos resultados dos leilões de BT, mantendo-se a taxa média ponderada das emissões após a assinatura do PAEF perto de 5,0 por cento.

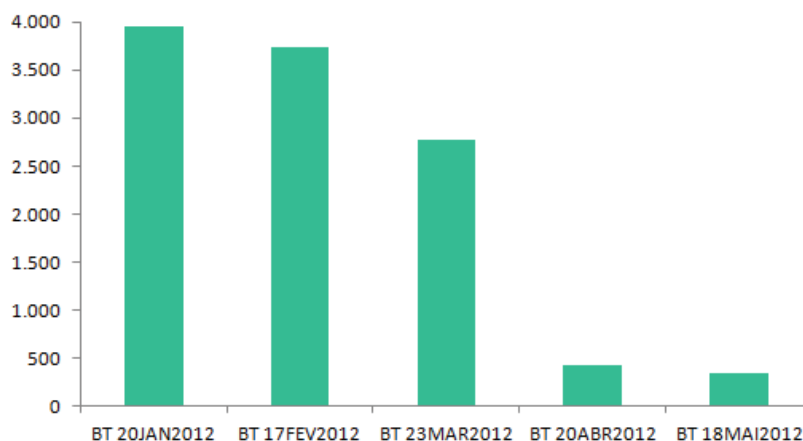
Quadro 6 – Resultado dos leilões de BT em 2010 e 2011

Maturidade (meses)	3		6		12	
Ano	2010	2011	2010	2011	2010	2011
Bid-to-cover ratio	2,6	2,1	2,7	3,6	2,3	2,5
Taxa média ponderada (%)	1,6	4,9	1,7	4,5	2,3	4,2
ASW (bp)	73	334	63	289	98	248

FONTE: IGCP

A deterioração das condições de mercado resultou, também, numa diminuição substancial da alocação internacional face a 2010.

Gráfico 11 – Composição da curva de BT no final de 2011 (EUR milhões)



Nota: Exclui BT emitidos a favor do FRDP.

FONTE: IGCP

PROGRAMA DE RECOMPRA DE DÍVIDA

O programa de recompras tem integrado títulos com maturidade residual inferior ou igual a 12 meses. Assim, realizaram-se durante o primeiro trimestre três leilões de recompra das OT com vencimento em 2011 (abril e junho) que totalizaram EUR 325 milhões.

Foram ainda efetuadas recompras bilaterais da OT que maturava em abril de 2011 no montante global nominal de EUR 152,5 milhões.

MERCADO SECUNDÁRIO DA DÍVIDA PÚBLICA PORTUGUESA

Em 2011 assistiu-se a uma deterioração significativa no mercado europeu de dívida soberana, com o alargamento acentuado das taxas de juro em mercado secundário, movimento que se alastrou à generalidade dos outros soberanos, com exceção da Alemanha que manteve a sua tendência de estreitamento sustentado dos *spreads*.

Desta forma, os países percecionados com maiores desequilíbrios macroeconómicos registaram alargamentos significativos nos prémios de risco associados à dívida soberana.

Quadro 7 – Evolução anual dos Asset Swap Spreads

	ASW 5A (p.b.)		ASW 10A (p.b.)	
	20-12-2011	vs 2010	20-12-2011	vs 2010
Alemanha	-92	-34	-54	-20
Bélgica	169	93	194	124
Espanha	261	40	271	49
França	30	53	64	55
Grécia	4674	3545	3108	2178
Irlanda	663	89	n.a.	-
Itália	433	291	419	268
Portugal	1473	1107	1080	725

FONTE: Bloomberg

Em julho, o Conselho Europeu acordou um novo programa de auxílio à Grécia, condicionado ao envolvimento do sector privado, e decidiu aprovar a redução do custo de financiamento para as economias com programas de assistência financeira, bem como a extensão das maturidades associadas a estes empréstimos. Aprovou, também, a possibilidade de realização de compras em mercado secundário por parte da FEEF.

Em outubro, uma nova Cimeira de Chefes de Estado e Governo da área do euro aprovou a criação de novos instrumentos que vão permitir alavancar o montante disponível para assistência financeira aos Estados-Membros que dela precisarem.

No entanto, o conjunto das medidas até agora acordadas foram insuficientes para alterar de forma estrutural o sentimento do mercado fruto da incerteza que ainda envolve a implementação do segundo programa de assistência financeira à economia grega. Sem efetivamente disporem de medidas de curto prazo com capacidade de intervenção ilimitada, os resultados das Cimeiras, mais centrados nas medidas de médio e longo prazo, não têm permitido uma estabilização das condições de mercado, mantendo-se uma situação de elevada volatilidade e persistente alargamento dos prémios de risco e dos *Credit Default Swaps (CDS)*.

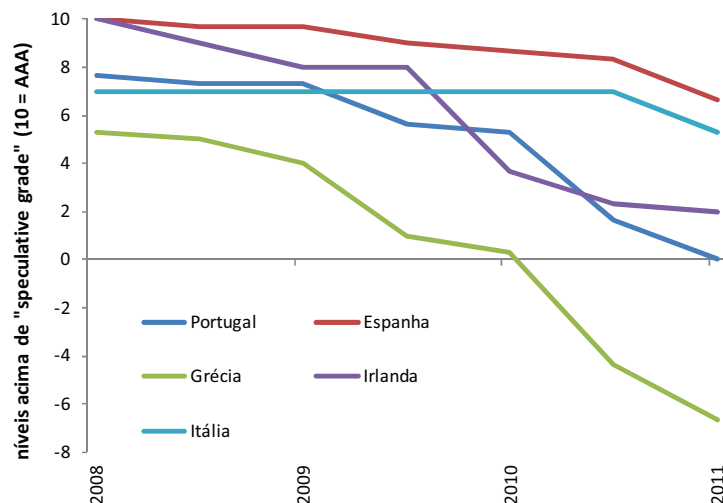
Quadro 8 - Variação anual de CDS

	5A	10A
Portugal	595	515
Alemanha	46	44
Espanha	44	164
Itália	263	293
Grécia	5145	6017
Irlanda	115	30

FONTE: Bloomberg

Este alargamento foi, também, acompanhado por alterações sucessivas das notações de *rating* ao longo de 2011:

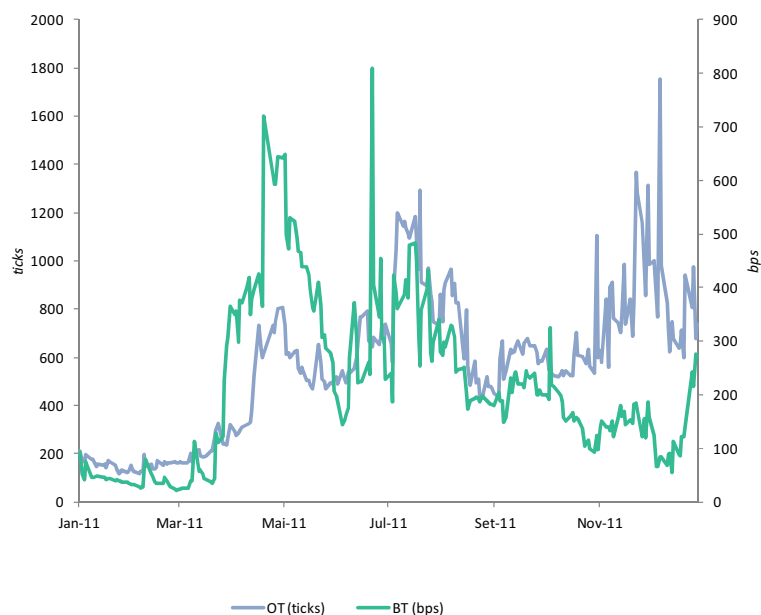
Gráfico 12 – Ratings na área do euro (média das 3 principais agências)



FONTE: Bloomberg

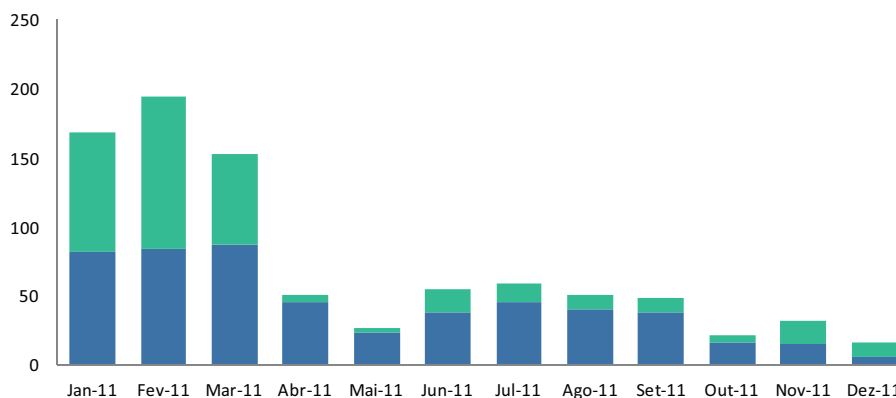
A conjugação destes fatores levou à degradação dos *bid-offer spreads* e *turnover* dos títulos de dívida pública em mercado secundário. Contudo, deve ser sublinhada a melhoria do *bid-offer spread* nos BT depois de acordado o PAEF – assume-se que a garantia de um PAEF melhorou a perceção de risco de crédito deste instrumento, dado que o Programa assegura o financiamento até 2013 caso as avaliações trimestrais sejam positivas.

Gráfico 13 – Bid-offer spreads por tipo de instrumento



FONTE: MTS, BrokerTec e eSpeed

Gráfico 14 – Negociação média diária em mercado secundário



FONTE: MTS, BrokerTec e eSpeed

PARTICIPANTES DO MERCADO DE DÍVIDA PÚBLICA PORTUGUESA

Apesar de um reduzido financiamento em mercado no ano de 2011, é importante analisar a prestação dos *primary dealers* enquanto canal de distribuição do mercado primário e de fornecedores de preços de referência e liquidez em mercado secundário.

O grupo de Operadores Especializados em Valores do Tesouro (OEVT) não se alterou ao longo de 2011 – 2 bancos domésticos em 18. Relativamente ao grupo de Especialistas em Bilhetes do Tesouro (EBT) entrou a Morgan Stanley em dezembro de 2011, sendo que dos atuais 18 bancos, 4 são domésticos.

No quadro seguinte destaca-se a performance dos seguintes operadores:

Quadro 9 – OEVT e EBT performance

OEVT		EBT	
Caixa BI	1	Caixa BI	1
BES	2	BES	2
Morgan Stanley	3	MBCPI	3
Goldman Sachs	4	SocGen	4
Barclays Bank	5	Citigroup	5