

17 de Março 2011

Paula Carvalho

Telef.: 21 310 11 87

Fax 21 353 56 94

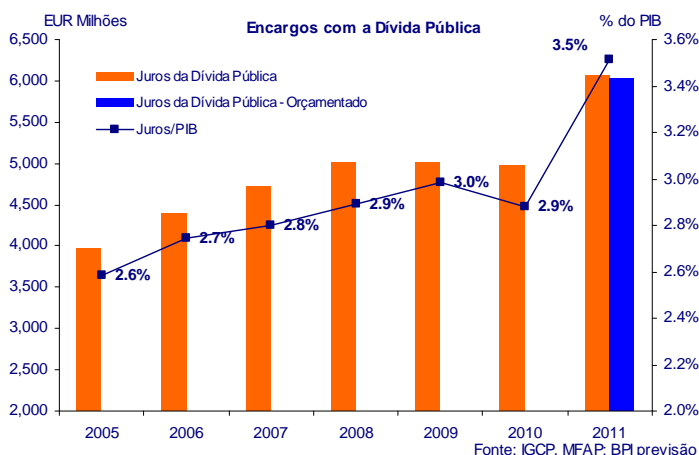
Email paula.goncalves.carvalho@bancobpi.pt

## Estimativa do Custo com os Juros da Dívida Pública em 2011.

### 1. Perspectiva de caixa

Os encargos com os juros da Dívida Pública, segundo uma óptica de caixa (i.e., juros efectivamente pagos), têm vindo progressivamente a aumentar desde 2005, passando o seu peso no PIB de 2.6% para 2.9% em 2010. Esta trajectória reflecte exclusivamente o aumento do stock da Dívida Pública pois as taxas de colocação, sobretudo de OT's, continuaram a cair até 2009.

Em 2010 observou-se uma ligeira redução do peso dos juros pagos no PIB, de 3% para 2.9%, o que se explica pelo nível absoluto muito baixo das taxas de juro *benchmark* do euro, nomeadamente de curto prazo. De facto, a nível do financiamento por prazos mais longos, recorda-se que o período de maior turbulência no mercado de OT's ocorreu próximo do final do ano, quando a maior parte das necessidades de financiamento já estavam satisfeitas. E, na óptica de caixa, o impacto dessas emissões só surgirá este ano, pois os cupões têm um pagamento anual.



Fonte: IGCP, MFAP, BPI previsão

Encargos com os Juros da Dívida Pública							Unidade: Milhões EUR
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011 P
Dívida Directa do Estado	102,000	108,850	113,131	118,890	132,746	151,775	162,285
Em % do PIB	66.4%	67.9%	67.0%	69.1%	79.0%	87.8%	93.7%
Juros da Dívida Pública (SEO)	3,969	4,397	4,720	5,012	5,007	4,972	5,975
Juros/PIB	2.6%	2.7%	2.8%	2.9%	3.0%	2.9%	3.5%
Juros/ Dívida	3.9%	4.0%	4.2%	4.2%	3.8%	3.3%	3.7%
PIB nominal	153,728	160,273	168,737	172,022	168,074	172,837	173,140

Fonte: INE (PIB); IGCP, Banco de Portugal (Dívida Pública e Juros pagos); BPI estimativa juros, Dívida Pública e PIB nominal 2011.

Nota: A estimativa do saldo de Dívida Pública em 2011 parte do novo saldo previsto para OT's e BT's, e assume que o saldo vivo dos restantes instrumentos de dívida do Estado se mantém constante em 2011 (ECP, MTN, CA's, CT's, etc.).

Assume que 70% do saldo dos instrumentos restantes (para além de BT's e OT's) pagam juros iguais ao custo médio da dívida observado em 2010. Refira-se que os CA's representam grosso modo 50% do saldo dos restantes.

Para 2011, a nossa estimativa aponta para que o peso dos encargos com a Dívida Pública alcance valores em torno de 3.5% do PIB, um aumento de 0.6 p.p. face ao ano anterior. A taxa implícita da Dívida Pública aumentaria cerca de 0.4 p.p. para 3.7%. Em valor absoluto, os encargos com os juros situar-se-iam em torno dos 6 mil milhões de euros (dos quais, 5.4 mil milhões relativos a OT's e BT's), que ainda assim estariam acomodados no Orçamento de Estado de 2011, o qual prevê 6 540 milhões de euros para pagamento de Juros e Outros encargos; caso os outros encargos tenham um comportamento idêntico a 2010 (250 e 500 milhões de euros em 2009 e 2010, respectivamente), o valor limite para pagamento de juros seria cerca de 6032 milhões de euros, pelo que a margem face ao OE é praticamente nula, segundo a nossa estimativa. Ou seja, existe alguma probabilidade de que o valor inscrito no Orçamento de Estado não seja suficiente para acomodar os encargos com os juros previstos este ano. Face a esta restrição, importa escolher maturidades de refinanciamento de Bilhetes do Tesouro mais longas, se possível a passar o ano.

### Estimativa do custo com os juros da Dívida Pública em 2011

			Tx Média Ult. Leilão	Juros em 2011
<b>Bilhetes do Tesouro</b>				
Saldo vivo BT's à data de	31-Dez-10		19,261	
Refinanciamento em BT's	(50%) 6 meses	9,631	2.984%	279
	(50%) 1 ano	9,631	4.331%	400
<b>Juros de BT's em 2011</b>				<b>679</b>
<b>Obrigações do Tesouro</b>				
Saldo vivo em 31/12/2010		105,946		
<b>Juros de OT's em 2011</b>				<b>4,687</b>
<b>Total Juros de BT's e OT's</b>				<b>5,365.7</b>
<b>Em % do PIB</b>				<b>3.1%</b>
<b>Em % da Dívida</b>				<b>3.3%</b>

Fonte: IGCP, Bloomberg, cálculos BPI

Os pressupostos de cálculo são explicitados em seguida:

## BILHETES DO TESOURO

- Assumimos o refinanciamento do saldo vivo de Bilhetes do Tesouro observado no final de 2010 (19 261 milhões de euros) às taxas de juro observadas nos últimos leilões de 6 e 12 meses (realizados em Março) pressupondo que metade do saldo a refinar seria financiado através de emissões de 6 meses. O custo com os juros de BT's, numa óptica de caixa, seria equivalente a 679 milhões de euros. O valor que obtivemos constitui, no entanto, uma estimativa por excesso pois, por um lado, o saldo vivo de BT's declinou substancialmente desde início do ano; por outro lado, o Tesouro tem-se vindo a financiar sobretudo realizando emissões de 1 ano, pelo que o pagamento de juros já não é reflectido em 2011. Em alternativa à primeira abordagem fomos verificar quais os juros efectivamente devidos este ano, relativos aos títulos em vida. Se assumirmos que o Tesouro coloca as necessidades adicionais por prazos superiores a 9 meses, esse será o custo limite, 348.5 milhões de euros face a 679 milhões pela primeira abordagem, gerando margem adicional de 330 milhões de euros.
- Refira-se que, apesar de o programa de financiamento do Tesouro pressupor a manutenção do saldo vivo de Bilhetes do Tesouro ou até um ligeiro aumento, a verdade é que nos primeiros meses do ano esse saldo encolheu. Em Março, incluindo já a emissão realizada dia 16 de Março, de EUR 1 000 milhões em BT's a 6 meses e incluindo o vencimento de 2 968 milhões no dia 18, o saldo vivo deverá atingir pouco mais de 15 mil milhões (assumindo que não haverá mais colocações até final do mês).

### Bilhetes do Tesouro - estimativa do saldo vivo

Saldo BT's Dez 2010	19,261		
	Vencimentos	Emissões	Saldo
Jan	3,312	1,250	17,199
Fev	3,290	2,255	16,164
Mar	2,968	2,000	15,196

Fonte: IGCP, Bloomberg, BPI calc.

### Bilhetes do Tesouro - pagamento de juros em 2011

Milhões de euros	
BT's emitidos em 2010	322.3
BT's emitidos até 16 de Março 2011	26.2
<b>Total Juros estimados</b>	<b>348.5</b>

Fonte: BPI

Bilhetes do Tesouro - estimativa de necessidades de refinanciamento								Saldo Objectivo	19,261
Vencimento	Data de Liquidação	Série	TTM (dias)	TTM (meses)	Montante Colocado (Milhões de euros)	Vencimento acumulado mensal	Taxa Média Ponderada (%)	Saldo Vivo	Valor a refinar para o alcance do saldo objectivo
18-Mar-11								15,196	
22-Jul-11	6-08-10 BT 22JUL2011		350	11.3	505		2.39%	19,261	4,570
22-Jul-11	23-07-10 BT 22JUL2011		364	11.7	1,253		2.45%	19,261	1,253
22-Jul-11	7-Jan-11 BT 22JUL2011		196	6.5	500	2,258	3.69%	19,261	500
19-Ago-11	3-09-10 BT 19AUG2011		350	11.3	512		2.76%	19,261	512
19-Ago-11	20-08-10 BT 19AUG2011		364	11.7	750		2.73%	19,261	750
19-Ago-11	4-Fev-11 BT 19AGO2011		196	6.5	455	1,717	2.98%	19,261	455
23-Sep-11	8-10-10 BT 23SEP2011		350	11.3	500		3.33%	19,261	500
23-Sep-11	17-09-10 BT 23SEP2011		371	12.0	750		3.37%	19,261	750
23-Sep-11	4-Mar-11 BT 23SEP2011		203	6.8	550	1,800	2.98%	19,261	550
21-Out-11	5-11-10 BT 21OCT2011		350	11.3	531		3.26%	19,261	531
21-Out-11	22-10-10 BT 21OCT2011		364	11.7	760	1,291	2.89%	19,261	760
18-Nov-11	3-12-10 BT 18NOV2011		350	11.3	500		5.28%	19,261	500
18-Nov-11	19-11-10 BT 18NOV2011		364	11.7	750	1,250	4.81%	19,261	750
Total						8,316			12,381

Fonte: IGCP, BPI

## OBRIGAÇÕES DO TESOURO

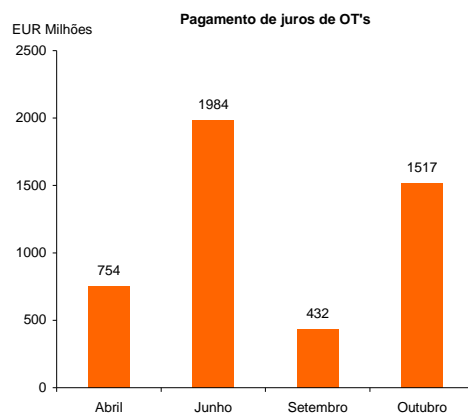
A partir de informação disponibilizada pelo IGCP, reconstituímos as taxas médias de colocação de cada série de Obrigações do Tesouro, de forma a apurar a estimativa dos encargos com Obrigações do Tesouro. Todavia, verifica-se que na maior parte dos casos as reaberturas eram feitas com um custo semelhante ao cupão, pelo que a diferença de cálculo considerando apenas o cupão não é significativa. O custo estimado com pagamento de juros de OT's em 2011 ascende a 4 687 milhões de euros, sendo os meses mais críticos Junho (só juros, cerca de 1.98 mil milhões) e Outubro (1.5 mil milhões).

Quadro Resumo - OT's taxa média ponderada de colocação

EUR milhões

Título	Leilões de OT's			Colocação sindicada		Serviço da dívida em 2011	Serviço da Dívida apenas com taxa de cupão
	Saldo Vivo (EUR Milhões)	Montante Colocado	Taxa média ponderada	Montante	Taxa de cupão		
OT 3.2% Abr 2005/2011	4,532	3,000	3.376%	1,532	3.20%	150	145
OT 5.15% Jun 2001/2011	4,958			4,958	5.15%	255	255
OT 5% Jun 2002/2012	8,518	3,482	2.853%	5,036	5%	351	426
OT 5.45% Set 98/2013	8,737	4,362	4.435%	4,375	5.45%	432	476
OT 4.375% Jun 2003/2014	6,000			6,000	4.38%	263	263
OT 3.60% Out 2009/2014	7,810	4,311	3.743%	3,499	3.60%	287	281
OT 3.35% Out 2005/2015	9,649	3,705	3.917%	5,944	3.35%	344	323
OT 4.2% Out 2006/2016	6,185	3,185	4.472%	3,000	4.20%	268	260
OT 4.35% Out 2007/2017	6,083	2,900	4.550%	3,183	4.35%	270	265
OT 4.45% Jun 2008/2018	6,887	3,524	4.795%	3,363	4.45%	319	306
OT 4.75% Jun 2009/2019	7,665	3,568	4.576%	4,097	4.75%	358	364
OT 4.8% Jun 2010/2020	8,551	5,268	5.335%	3,283	4.80%	439	410
OT 3.85% Abr 2005/2021	7,510	1,368	4.669%	6,142	3.85%	300	289
OT 4.95% Out 2008/2023	7,228	4,006	4.678%	3,222	4.95%	347	358
OT 4.1% Abr 2006/2037	6,973	3,700	4.562%	3,273	4.10%	303	286
<b>Total</b>	<b>107,285</b>					<b>4,687</b>	<b>4,707</b>

Fonte: IGCP, BPI cálculos



## 2. Custo de financiamento marginal do Tesouro

Independentemente da perspectiva de caixa, ou seja, da despesa efectivamente paga, importa monitorar o custo marginal do financiamento da dívida. De facto, ainda que apenas se reflecta mais tarde, pelo menos numa óptica de caixa, são esses os custos efectivamente suportados. Numa óptica de especialização do exercício (Contabilidade Nacional) deverá ser já visível, em 2011, o agravamento mais expressivo dos custos com os encargos da dívida pública, distanciando-se mais que o habitual dos valores da contabilidade pública.

No quadro seguinte está detalhada a evolução dos custos marginais de financiamento do Tesouro, através de Bilhetes do Tesouro e Obrigações do Tesouro desde início de 2010. Assim, no primeiro semestre de 2010 o Tesouro financiou-se com um custo médio aproximado de 1.3% em BT's e 4.3% em OT's; compara com 3.9% em BT's e 6.4% em OT's desde o início de 2011. **As taxas marginais de financiamento (através dos dois instrumentos) aumentaram 200 pontos base desde os primeiros seis meses do ano passado.**

Evolução Custo Marginal de Financiamento

	1º semestre 2010	2º semestre 2010	2011 até Março
<b>Bilhetes do Tesouro</b>	1.30%	3%	3.90%
TTM médio	9 meses	9 meses	10.5 meses
<b>Obrigações do Tesouro</b>	4.30%	5.30%	6.40%
TTM médio	8 anos	6.9 anos	5 anos
<b>OT's e BT's</b>	<b>4.02%</b>	<b>5.02%</b>	<b>6.03%</b>

Fonte: IGCP, BPI cálculos

Finalmente, estimam-se também os custos anuais médios da nova dívida emitida em 2011 (incluindo as emissões já verificadas), assumindo o refinanciamento em BT's à taxa do último leilão de 1 ano, a emissão de OT's aos níveis de mercado secundário (verificados em 17 de Março, os mais altos de sempre: 3 anos 7.10; 5 anos 7.98; 10 anos 7.75), e testando duas hipóteses no que se refere à estrutura por maturidades: manutenção da estrutura verificada em 2010 ou opção pelos prazos mais curtos. **Em ambos os casos os resultados são próximos: o custo médio da nova dívida excede 5.5%.**

Necessidades de financiamento previstas em 2011		Forma de financiamento		
Vencimentos OTS	9,490	Estabilidade saldo BT's	19,261.0	
défi ce previsto do Estado	10,515	Restante emissão OT's	20,004.6	
Saldo vivo BT's fim 2010	19,261			
<b>Necessidades Brutas de Financiamento:</b>	<b>39,266</b>			
<b>Emissões já efectuadas em 2011</b>	Montante	TTM médio (anos)	Tx média ponderada	Juros anuais
Bilhetes do Tesouro	5,505	0.9	3.9%	187.5
Obrigações do Tesouro	5,749	4.9	6.4%	366.5
<b>Emissões adicionais previstas em 2011 - Hipótese 1: Manutenção da estrutura de financiamento de 2010</b>				
			YTM hoje/tx ult leilão 1A	cálculo anual de juros
Bilhetes do Tesouro			13,756 4.331%	596
Obrigações do Tesouro			14,256	
3 anos 20%			2,851 7.10%	202
5 anos 30%			4,277 7.98%	341
10 anos 50%			7,128 7.75%	552
			28,012	
<b>Total Juros</b>				<b>2,245</b>
<b>Em % do PIB</b>				<b>1.3%</b>
<b>Em % da Dívida</b>				<b>1.4%</b>
<b>Custo médio implícito na nova dívida</b>				<b>5.7%</b>
<b>Emissões adicionais previstas em 2011 - Hipótese 2: Preferência por prazos mais curtos de OT's</b>				
			YTM hoje/tx ult leilão 1A	cálculo anual de juros
Bilhetes do Tesouro			13,756 4.331%	596
Obrigações do Tesouro			14,256	
3 anos 50%			7,128 7.10%	506
5 anos 50%			7,128 7.98%	569
			28,012	
<b>Total Juros</b>				<b>2,224</b>
<b>Em % do PIB</b>				<b>1.3%</b>
<b>Em % da Dívida</b>				<b>1.4%</b>
<b>Taxa média implícita na nova dívida</b>				<b>5.7%</b>

Fonte: Cálculos BPI