IGCP
Instituto de Gestão da Tesouraria
e do Crédito Público, I.P.

Gestão da Tesouraria e da Dívida Pública

Relatório 2009

IGCP
Instituto de Gestão da Tesouraria
e do Crédito Público, I.P.

Av. da República, 57 - 6º

1050-189 LISBOA | Portugal

Tel.: +351 21 792 33 00

Fax: +351 21 799 37 95

www.igcp.pt

e-mail: info@igcp.pt

REUTERS pages: IGCP01

BLOOMBERG pages: IGCP

Editor:

Instituto de Gestão da Tesouraria e do Crédito Público, I.P.

Concepção:

FPGB - Consultoria e Design

Paginação:

Modos de Ver, Design e Comunicação, Lda

ISSN

0874-4815

Junho de 2010

Gestão da Tesouraria e da Dívida Pública

Relatório 2009

Índice

Apresentação 10

Caixa - Programa de Financiamento para 2010 14

Caixa - Entidades com estatuto de operadores da dívida pública para 2010 16

Economia e Mercados Financeiros em 2009 19

Enquadramento Internacional 20

Economia Portuguesa 31

Caixa - A evolução das finanças públicas em Portugal: uma análise comparativa com os restantes países da área do euro 38

Caixa - A crise financeira e os spreads de dívida soberana na área do euro 40

Caixa - Programa de Estabilidade e Crescimento 2010 - 2013 44

Mercado de Dívida Pública 49

Área do Euro 50

A Estratégia de Gestão da Dívida Pública Portuguesa em 2009 53

O Mercado Primário da Dívida Pública Portuguesa 57

O Mercado Secundário da Dívida Pública Portuguesa 62

Financiamento, Aplicações e Operações de Gestão Activa 75

Programa de Financiamento 76

Necessidades de Financiamento 77

Programa de Recompra de Dívida 78

Financiamento Efectuado 78

Operações Efectuadas no Âmbito da Facilidade de Reportes 90

Operações de Gestão Activa da Dívida 91

Aplicações de Disponibilidades de Tesouraria 92

Caixa - A crise financeira internacional e a procura por dívida pública 94

Tesouraria do Estado 99

As contas da Tesouraria do Estado 100

Dívida Directa do Estado e Encargos 107

Saldo da Dívida Directa do Estado 108

Encargos Correntes da Dívida 113

Gestão do Risco 117

Caracterização da Carteira de Dívida e Indicadores de Custo 118

Indicadores de Risco 119

Caixa - Novas normas orientadoras para a gestão do risco de crédito 128

Índice de Quadros

Quadro 1	Decisões das três principais agências de *rating* em 2009	40
Quadro 2	PEC - Principais hipóteses macroeconómicas	44
Quadro 3	PEC - Finanças Públicas: projecções de médio prazo	45
Quadro 4	OEVT com melhor desempenho em 2009	59
Quadro 5	EBT com melhor desempenho em 2009	62
Quadro 6	Participantes no segmento de OT do MEDIP/*MTS Portugal* a 31 de Dezembro de 2009	66
Quadro 7	Participantes no segmento de BT do MEDIP/*MTS Portugal* a 31 de Dezembro de 2009	67
Quadro 8	Necessidades de financiamento	77
Quadro 9	Emissão de médio e longo prazo e financiamento líquido de curto prazo	79
Quadro 10	Colocações sindicadas em 2009	81
Quadro 11	Colocações sindicadas em 2009	82
Quadro 12	Emissão de OT em 2009: Emissões regulares e *taps* extraordinários	83
Quadro 13	Emissões de EMTN	84
Quadro 14	Emissão de BT – leilões realizados em 2009	85
Quadro 15	Transacções sobre derivados financeiros	91
Quadro 16	Carteira de derivados financeiros – posição em 31 de Dezembro de 2009	91
Quadro 17	Volumes de emissão de dívida de médio e longo prazo dos soberanos da área do euro 2008/2009	95
Quadro 18	Disponibilidades da tesouraria do Estado	101
Quadro 19	Evolução do número de organismos e contas no HB	102
Quadro 20	Aplicações de excedentes de tesouraria – 2008/2009	103
Quadro 21	Percentagem de cumprimento do princípio da unidade da tesouraria do Estado	104
Quadro 22	Fluxos financeiros entre Portugal e a União Europeia	105
Quadro 23	Dívida directa do Estado (óptica da contabilidade pública)	109
Quadro 24	Evolução do *stock* de certificados de aforro	112
Quadro 25	Encargos correntes da dívida directa do Estado (óptica da contabilidade pública)	113
Quadro 26	Variação dos juros dos certificados de aforro	114
Quadro 27	Variação dos juros da dívida directa do Estado (excluindo certificados de aforro)	115
Quadro 28	Carteira de dívida em fim de ano (valores pós-*swaps*)	118
Quadro 29	Custo anualizado da carteira ajustada e do *benchmark*	119
Quadro 30	CaR da carteira e do *benchmark* para 2010 e 2011	121
Quadro 31	Análise de sensibilidade do CaR da carteira para 2010	122
Quadro 32	Exposição cambial líquida	125

Índice de Gráficos

Gráfico 1	Crescimento real do produto	21
Gráfico 2	Crescimento real do produto na área do euro	22
Gráfico 3	Taxa de desemprego	23
Gráfico 4	Evolução do nível geral de preços	24
Gráfico 5	Défice orçamental e dívida pública em 2009	25
Gráfico 6	Taxas directoras dos bancos centrais	26
Gráfico 7	Taxas de juro de longo prazo (títulos de dívida pública a 10 anos)	27
Gráfico 8	Estrutura temporal das taxas de juro	28
Gráfico 9	Comportamento relativo dos mercados obrigacionista e accionista	29
Gráfico 10	Evolução das taxas de câmbio do euro	30
Gráfico 11	Crescimento real do produto e contributos para o PIB	32
Gráfico 12	Taxa de inflação	33
Gráfico 13	Saldo orçamental e dívida pública em Portugal	35
Gráfico 14	Mercados financeiros	36
Gráfico 15	Juros da dívida em percentagem do PIB dos países da área do euro	39
Gráfico 16	*Spreads* de soberanos da área do euro face ao *Bund* (10 anos)	41
Gráfico 17	*Credit default swaps* (10 anos)	42
Gráfico 18	Movimento das curvas de rendimento: curva *swap*	51
Gráfico 19	Movimento das curvas de rendimento: *bund*	51
Gráfico 20	Emissões de obrigações de dívida soberana em euros em 2009	52
Gráfico 21	Emissões de obrigações dos soberanos do euro por maturidade	53
Gráfico 22	Curva de rendimentos da dívida pública portuguesa no final de 2009	55
Gráfico 23	Estrutura do *stock* de dívida por tipo de instrumento	56
Gráfico 24	Estrutura do financiamento por tipo de instrumento	57
Gráfico 25	Estrutura da sindicação - 2009	58
Gráfico 26	Dimensão das emissões de OT	58
Gráfico 27	Colocação de OT (leilões e sindicatos) pelos OEVT*	60
Gráfico 28	Curva de BT no final de 2009	61
Gráfico 29	Colocação de bilhetes do Tesouro pelos EBT (*)	61
Gráfico 30	*Asset swap spreads* – maturidade 10 anos	63
Gráfico 31	*Asset swap spreads* – maturidade 5 anos	64
Gráfico 32	*Asset swap spreads* – maturidade 30 anos	65
Gráfico 33	Volume de negociação médio diário de OT no MEDIP e no *EuroMTS*	67
Gráfico 34	Volume de negociação médio diário no MEDIP em 2009 por OT *Benchmark*	68
Gráfico 35	Volume de negociação médio diário e saldo vivo de BT	68
Gráfico 36	Distribuição geográfica do *turnover* de OT em mercado secundário em 2009	69
Gráfico 37	Distribuição geográfica do *turnover* de BT em mercado secundário em 2009	70
Gráfico 38	*Spread bid-offer* observado no MEDIP – OT 5 anos	71
Gráfico 39	*Spread bid-offer* observado no MEDIP – OT 10 anos	71
Gráfico 40	*Spread bid-offer* observado no MEDIP – OT 30 anos	72
Gráfico 41	*Spread bid-offer* observado no MEDIP – BT 1 ano	72

Gráfico 42	*Repos* de janela	73
Gráfico 43	Evolução dos volumes de financiamento anuais (*)	79
Gráfico 44	Emissões de OT em 2009	80
Gráfico 45	Leilões de OT realizados em 2009 (montantes colocados e *bid-to-cover*)	84
Gráfico 46	Leilões de BT realizados em 2009 (montantes colocados e *bid-to-cover*)	86
Gráfico 47	Leilões de BT realizados em 2009 (diferencial da taxa média ponderada do leilão competitivo face ao mercado)	86
Gráfico 48	*Repos* de financiamento	87
Gráfico 49	CEDIC	88
Gráfico 50	Certificados de Aforro	88
Gráfico 51	*Stand-by facilities*	89
Gráfico 52	Papel comercial	90
Gráfico 53	Saldo de disponibilidades de tesouraria	92
Gráfico 54	Evolução dos *swap spreads* da dívida pública a 10 anos	94
Gráfico 55	Evolução dos níveis de *Credit Default Swaps*	96
Gráfico 56	Peso dos organismos no nº. de contas	102
Gráfico 57	Dívida directa do Estado por instrumentos	111
Gráfico 58	Certificados de aforro – séries A, B e C: tempo de permanência	112
Gráfico 59	Evolução dos juros da dívida directa do Estado	113
Gráfico 60	*CaR* relativo/custo esperado (para um intervalo de confiança de 95%)	122
Gráfico 61	Perfil de refinanciamento da carteira e do *benchmark* (perfil de refinamento no final de 2009)	123
Gráfico 62	Duração modificada da carteira	124
Gráfico 63	Perfil e *refixings* da carteira e do *benchmark* (Perfil de *refixing* no final de 2009)	125
Gráfico 64	Risco de crédito: componentes	126
Gráfico 65	Limites de exposição e probabilidade de *default* por *rating*	129
Gráfico 66	Exemplo de cálculo da exposição potencial através de simulação	130

Siglas

AP	Administrações Públicas
BCE	Banco Central Europeu
BT	Bilhetes do Tesouro
CA	Certificados de Aforro
CaR	*Cost-at-Risk*
CCT	*Certificati di Credito del Tesoro*
CDS	*Credit Default Swaps*
CE	Comissão Europeia
CEDIC	Certificados Especiais de Dívida Pública
CSA	*Credit Support Annex*
EBT	Especialista em Bilhetes do Tesouro
EMTN	*Euro Medium Term Notes*
EPE	Entidades Públicas Empresariais
EuroMTS	Sistema Europeu de Transacções Electrónicas para *Benchmarks* da Dívida Pública
FBCF	Formação Bruta de Capital Fixo
FMI	Fundo Monetário Internacional
HB	*Homebanking*
IGCP	Instituto de Gestão da Tesouraria e do Crédito Público
IHPC	Índice Harmonizado de Preços no Consumidor
ILB	*Inflation-Linked Bond* (obrigações indexadas à inflação)
ISDA	*International Swaps and Derivatives Association*
IRS	*Interest rate swaps*
MEDIP	Mercado Especial da Dívida Pública
NLF	Necessidades Líquidas de Financiamento
OE	Orçamento do Estado
OEVT	Operadores Especializados em Valores do Tesouro
OMP	Operadores do Mercado Primário
OT	Obrigações do Tesouro
PEC	Programa de Estabilidade e Crescimento
PIB	Produto Interno Bruto
POCP	Plano Oficial de Contabilidade Pública
PRACE	Programa de Reestruturação da Administração Central do Estado
Repos	Reportes (Acordos de Recompra)
RTE	Regime da Tesouraria do Estado
SI	Serviços integrados
S&P	*Standard & Poor's*
SFA	Serviços e Fundos Autónomos
SSA	Soberanos, supranacionais e agências
UE	União Europeia
UEM	União Económica e Monetária

Apresentação

Como é habitual, no cumprimento de uma obrigação estatutária mas, sobretudo, dando seguimento a uma política de abertura e transparência na gestão integrada da dívida pública e da tesouraria do Estado, o IGCP divulga o "Relatório de Gestão da Dívida Pública e da Tesouraria em 2009". O documento agora apresentado propõe-se proporcionar informação sobre o modo como decorreu, em 2009, o cumprimento das atribuições que estão no cerne do mandato do Instituto.

O ano transacto caracterizou-se por um clima de grande instabilidade nos mercados financeiros, particularmente sentida no primeiro e último trimestres, períodos em que a *performance* da dívida pública portuguesa se traduziu num agravamento mais significativo dos *spreads* face às principais referências. Por outro lado, a própria evolução das necessidades de financiamento da República variou consideravelmente ao longo do ano, registando-se um crescimento importante das mesmas face às estimativas no início do ano. Não obstante estas incertezas, deve realçar-se a forma ordeira como decorreu o cumprimento do programa de financiamento, o qual incorporava desde logo suficientes elementos de flexibilidade para permitir uma adequada adaptação à alteração das circunstâncias que desde cedo se previu serem incertas. Nomeadamente, merece destaque o facto de em nenhum momento no decurso do ano ter estado em causa a capacidade de financiamento da República junto dos seus mercados tradicionais ou a possibilidade de acesso ao mercado. Salienta-se ainda que, não obstante as condições adversas, a *performance* na gestão da carteira foi altamente favorável, tendo-se obtido um diferencial de custos *versus* o *benchmark* de 58 pontos base favorável à carteira, o maior diferencial jamais registado desde a introdução do *benchmark*.

No ano em apreço foram lançadas duas novas OT *benchmarks*, uma das quais na maturidade dos 10 anos, seguindo uma prática habitual e já incorporada nas expectativas do mercado no sentido de manter viva a presença da República neste ponto da curva. A segunda emissão *benchmark* recaiu na maturidade dos cinco anos, a que se mostrou mais adequada às condições de mercado vigentes à data do seu lançamento. Em ambas as emissões a procura superou significativamente os montantes que se tinha como objectivo colocar, permitindo, no primeiro caso uma colocação de quatro mil milhões de euros. Por outro lado, como se evidencia no corpo do presente relatório, estas colocações foram feitas com um *spread* face ao mercado secundário em linha com o que é expectável e normal no lançamento de operações sindicadas. A execução do programa de leilões, tanto de OT como de BT decorreu com normalidade, registando em média valores de procura superiores aos montantes que se tinham como objectivo (respectivamente 2,3 e 2,6 vezes) e com preços de colocação alinhados com as condições de mercado vigentes na altura dos respectivos lançamentos (*spread* médio de + 49,8 pontos base, no caso das OT, e de -53,8 pontos base, no caso dos BT). Merece ainda referência o arranque em 2009 do Programa de *Euro Medium Term Notes*, com um contributo líquido positivo para a satisfação das necessidades de financiamento da ordem dos 700 milhões de euros.

As condições prevalecentes nos mercados financeiros durante o ano de 2009 tornaram aconselhável a adopção de uma estratégia prudente de pré-financiamento, pelo que os saldos médios das disponibilidades de tesouraria registaram um crescimento significativo durante o ano transacto, o que, sendo contrário ao objectivo de minimização destes saldos para redução do financiamento, foi imposto pelas circunstâncias.

O cumprimento do princípio da Unidade da Tesouraria do Estado, medido pela proporção dos fundos sujeitos ao princípio, e que estão aplicados na Tesouraria Central, situou-se em cerca de 95 por cento[1], valor que traduz um aprofundamento da racionalidade global da gestão financeira das disponibilidades do Estado, no sentido da redução dos custos de intermediação, e que reflecte a continuação dos esforços que visam o alargamento e melhoria dos serviços prestados às entidades públicas abrangidas pelo RTE (Regime da Tesouraria do Estado).

O Conselho Directivo do IGCP manifesta a sua gratidão aos colaboradores do Instituto, que com o seu empenho muito contribuíram para superar os desafios de um ano particularmente difícil e expressa o seu reconhecimento público ao Conselho Consultivo e à Comissão de Fiscalização, que, pela forma rigorosa e exigente com que desempenharam as suas funções, constituíram um importante apoio ao cumprimento da missão do IGCP.

Março 2010

O Conselho Directivo

[1] Últimos dados disponibilizados pela DGO, referentes ao 1º semestre de 2009.

Orgãos Estatutários do IGCP

Conselho Directivo

Alberto Manuel Sarmento Azevedo Soares
(Presidente)
António Abel Sancho Pontes Correia
(Vogal)
Luís Adriano Alberti de Varennes e Mendonça
(Vogal)

Conselho Consultivo

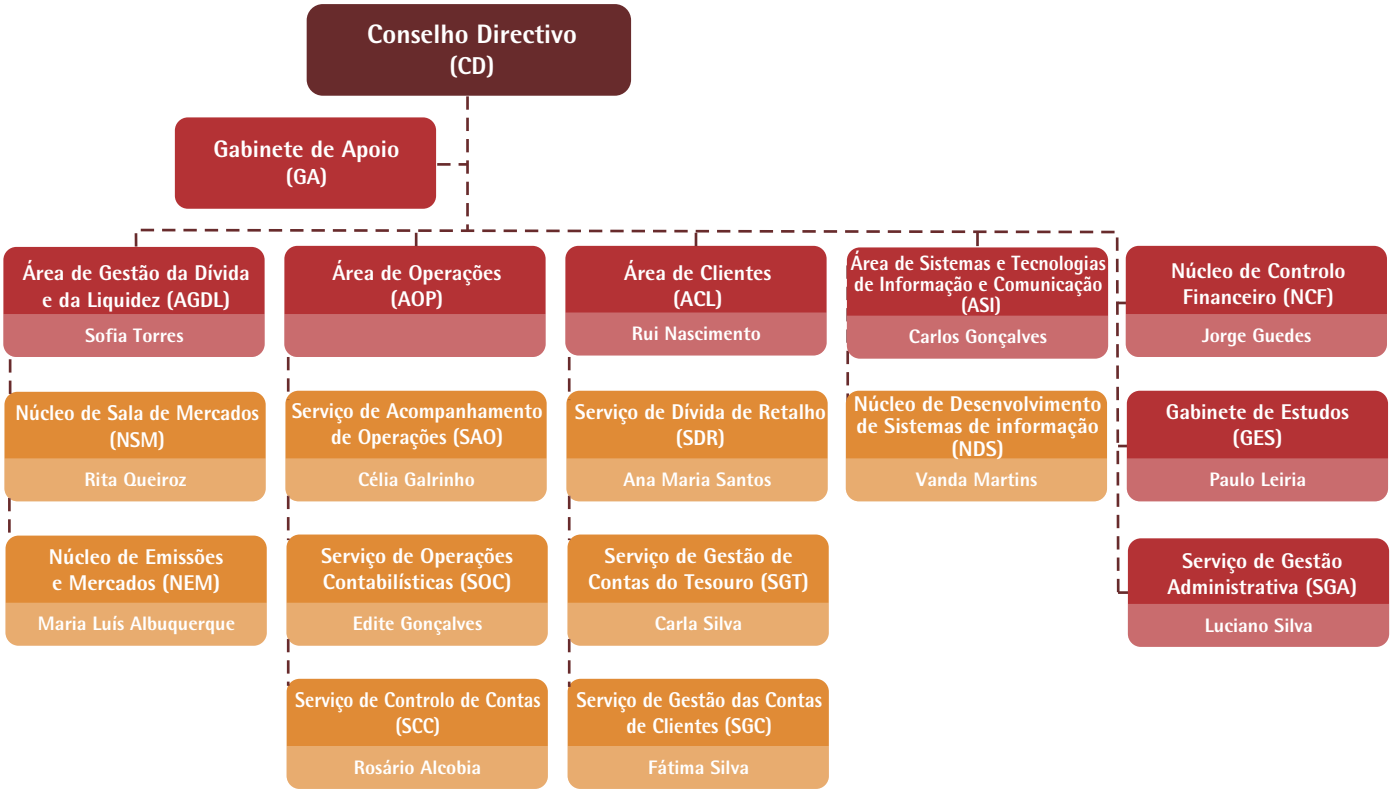
Alberto Manuel Sarmento Azevedo Soares
(Presidente)
António do Pranto Nogueira Leite
José Silva Lopes
Maria dos Anjos de Melo Machado Nunes Capote
Vasco Manuel da Silva Pereira
José Agostinho de Matos

Comissão de Fiscalização *

José Maria Teixeira Leite Martins
(Presidente)
Amável Calhau, Ribeiro da Cunha & Associados,
representado pelo ROC Amável Alberto Freixo Calhau

* A Dr.ª Joana Oliveira Freitas pediu a exoneração da Comissão de Fiscalização com efeitos a partir de 17-03-2010 (Despacho 182/10/SEFT)

Organograma *



* À data da publicação do Relatório

Programa de Financiamento para 2010

A gestão da dívida pública em 2010 continuará a subordinar-se aos princípios de rigor e eficiência definidos na Lei Quadro da Dívida (Lei n.º 7/98, de 3 de Fevereiro), assegurando o financiamento requerido pela execução orçamental e prosseguindo os objectivos de minimização de custos directos e indirectos numa perspectiva de longo prazo e a sua distribuição equilibrada pelos vários orçamentos anuais, prevenindo, também, uma excessiva concentração temporal das amortizações e a exposição a riscos excessivos.

Os objectivos estruturais enunciados na Lei estão, desde 1999, traduzidos num conjunto de orientações aprovadas pelo Governo para a gestão do financiamento e da dívida que definiram uma carteira de referência (*benchmark*) da qual resultam objectivos quantificados para o custo esperado da dívida e limites para os riscos que podem ser assumidos pela gestão.

Em 2010, manter-se-á a importância estratégica de assegurar uma maior profundidade à curva de rendimentos da República, procurando-se para tal, de acordo com a avaliação das condições de mercado, oferecer adequadas alternativas de investimento, através de emissões em maturidades devidamente seleccionadas, reforçando a liquidez nesses segmentos da curva.

Estas opções consideram-se instrumentais para o objectivo, não só de manter, como também de aumentar, o envolvimento dos principais intermediários financeiros neste mercado e de continuar o processo de alargamento e diversificação da base de investidores, promovendo ainda o funcionamento eficiente do mercado primário e secundário da dívida pública.

A estratégia a seguir em 2010 deverá voltar a contemplar como elementos principais:

Ao nível do financiamento,

- Assegurar o financiamento necessário para a execução orçamental, intensificando os esforços de promoção do mercado da dívida pública junto de intermediários financeiros e investidores, e aumentando a sua liquidez e profundidade;
- Adequação na escolha dos instrumentos de financiamento por forma a prosseguir, tanto quanto possível, o objectivo de minimizar os saldos de tesouraria.

Ao nível da gestão activa da carteira de dívida,

- Procurar minimizar o custo da dívida e ajustar os riscos da carteira aos objectivos e limites que decorrem das Orientações e do *benchmark* aprovados para a gestão, através do recurso ao mercado de derivados.

Durante o ano de 2010, a incerteza na evolução dos mercados financeiros globais, com impactos potencialmente mais gravosos para o conjunto de países periféricos da área do euro, continuará a ser a característica dominante do enquadramento da gestão da dívida, pelo que a execução do programa de financiamento deverá manter graus de liberdade adequados.

Entidades com estatuto de operadores da dívida pública para 2010

OT - OBRIGAÇÕES DO TESOURO

OEVT - Operadores Especializados em Valores do Tesouro	OMP - Operadores de Mercado Primário
Banco Espírito Santo	Caixa Central de Crédito Agrícola Mútuo
Banco Santander	Commerzbank
Barclays Bank, plc	Millennium bcp
BNP Paribas	
Caixa Banco de Investimento, SA	
Citigroup Global Markets Limited	
Crédit Agricole CIB	
Crédit Suisse	
Deutsche Bank, AG	
Goldman Sachs International	
HSBC France	
ING Bank, NV	
Jefferies International Limited	
Morgan Stanley & Co International	
Nomura Internacional	
Société Générale	
The Royal Bank of Scotland, plc	
Unicredit (HVB)	

BT - BILHETES DO TESOURO

EBT - Especialistas em Bilhetes do Tesouro
Banco Espírito Santo, SA
Barclays Bank, plc
Banco Santander
BNP Paribas
Caixa Geral de Depósitos, SA
Citigroup Global Markets Limited
Crédit Agricole CIB
Credit Suisse International
Deutsche Bank, AG
Goldman Sachs International
HSBC France
Jefferies International Limited
Millennium bcp
Société Générale
The Royal Bank of Scotland, plc

Ainda, 2005
Júlio Resende
100 cm x 100 cm
Óleo sobre tela

Economia e Mercados Financeiros em 2009

19

Enquadramento Internacional 20

Economia Portuguesa 31

Caixa - A evolução das finanças públicas em Portugal: uma análise comparativa com os restantes países da área do euro 38

Caixa - A crise financeira e os spreads de dívida soberana na área do euro 40

Caixa - Programa de Estabilidade e Crescimento 2010-2013 44

Economia e Mercados Financeiros em 2009

Enquadramento Internacional

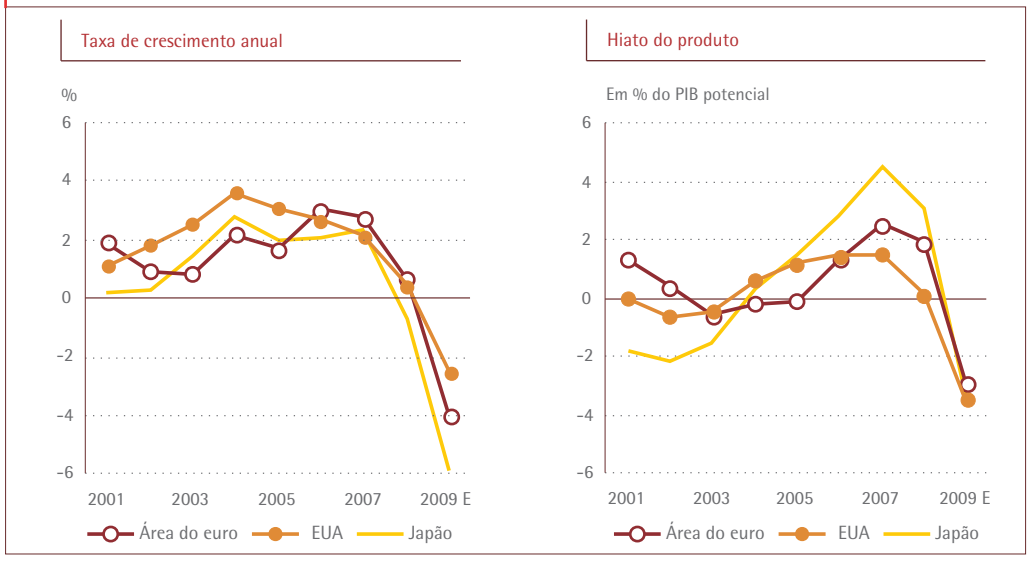
Em 2009, a economia mundial registou uma recessão que, pela sua magnitude e extensão geográfica, não encontra precedentes na história recente. A estimativa do FMI para o PIB mundial[2] revela uma contracção de 0,8 por cento, após um incremento de 3 por cento em 2008. Esta evolução negativa é explicada, fundamentalmente, pelo comportamento das economias mais avançadas, onde o produto caiu 3,2 por cento, depois de um crescimento ligeiro de 0,5 por cento no ano anterior, mas também por uma desaceleração acentuada dos países emergentes e em desenvolvimento, de 6,1 por cento em 2008, para 2,1 por cento em 2009.

O PIB contraiu-se 2,4 por cento nos EUA, 4 por cento na área do euro, e mais de 5 por cento no Japão, fazendo com que o hiato do produto registasse um valor muito negativo. De acordo com as estimativas da Comissão Europeia[3], esta medida caiu de 0,1 para -3,5 por cento nos EUA, de 1,9 para -2,9 por cento na área do euro, e de 3,1 para -3,3 por cento no Japão.

[2] FMI, *World Economic Outlook Update*, Janeiro de 2010.

[3] Comissão Europeia, *European Economy*, Novembro de 2009.

CRESCIMENTO REAL DO PRODUTO



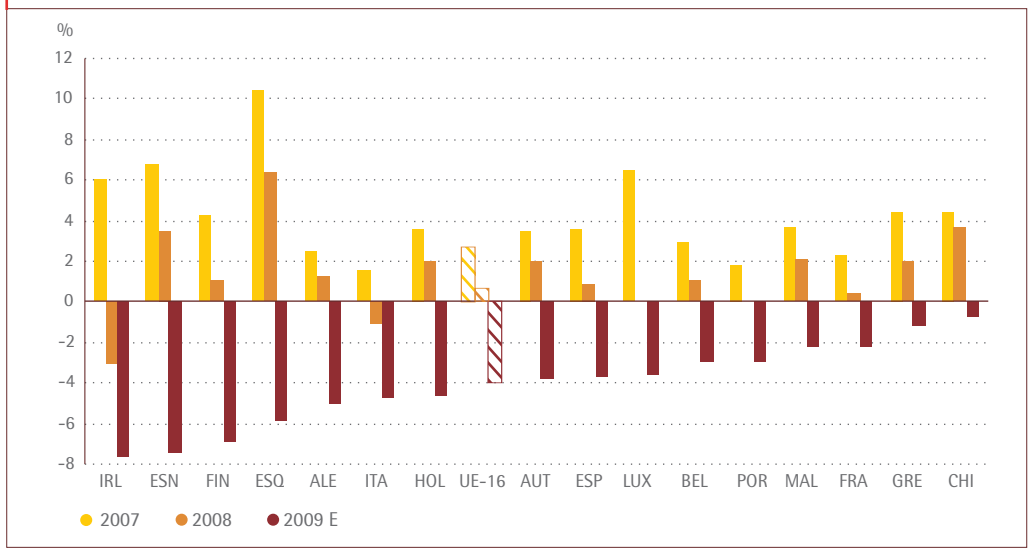
Fonte: Comissão Europeia

Nos EUA, a decomposição do PIB pela óptica da despesa revela que a recessão é explicada pelo declínio do consumo privado e, sobretudo, do investimento, que caiu 18,3 por cento face ao ano anterior. Assim, e não obstante o aumento do consumo público, a procura interna contribuiu para a redução do PIB em 2,8 pontos percentuais. Por outro lado, verificou-se uma aceleração do ciclo de redução dos *stocks*, que contribuiu negativamente para o crescimento pelo terceiro ano consecutivo, neste caso, em -0,6 pontos percentuais. A procura externa líquida, por seu turno, registou um contributo positivo de 1 ponto percentual, explicado pela queda acentuada das importações (-13,9 por cento), que mais do que compensou a redução das exportações.

Na área do euro, a decomposição da evolução do PIB foi muito semelhante, com a procura interna e a variação de existências a contribuírem para uma redução do produto em 2,4 e 0,8 pontos percentuais, respectivamente. No entanto, a procura externa líquida teve um contributo negativo de -0,8 pontos percentuais, explicado por uma queda mais significativa das exportações do que das importações, espelhando a diferença de ritmos de retrocesso entre as economias europeia e norte-americana.

A actividade económica regrediu em todos os países da área do euro, sem excepção, destacando-se aqueles que vinham de um período de crescimento mais acentuado, nomeadamente a Irlanda, a Eslovénia, e a Eslováquia.

CRESCIMENTO REAL DO PRODUTO NA ÁREA DO EURO



Fonte: Comissão Europeia

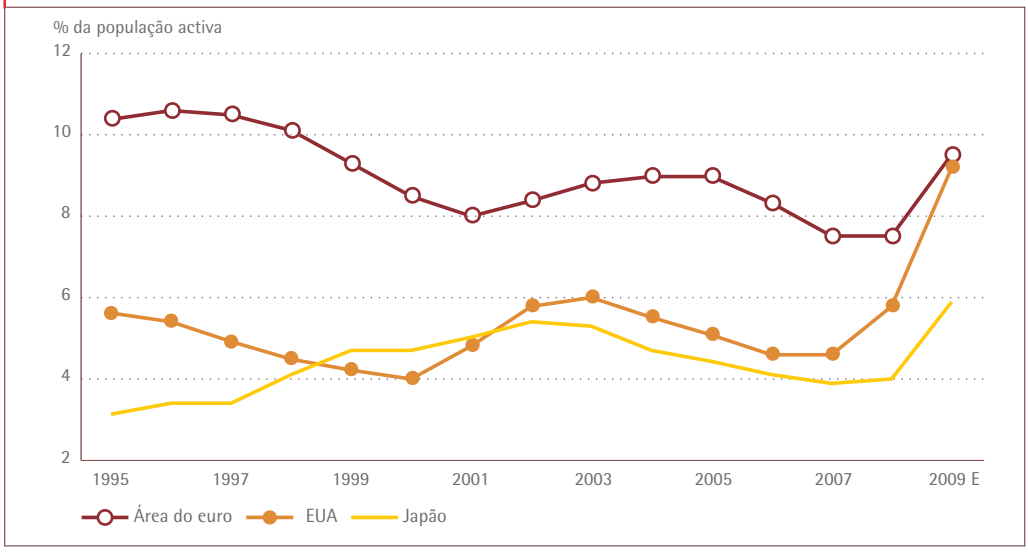
A recessão, que teve a sua origem em 2007 no mercado imobiliário norte-americano, aprofundou-se em 2008, com o alastramento dos problemas de liquidez a todo o sistema financeiro, nomeadamente com a declaração de falência de um dos maiores bancos de investimento norte-americanos – a *Lehman Brothers* – em 15 de Setembro de 2008. Este acontecimento gerou uma crise de confiança à escala mundial, e desencadeou uma onda de grande volatilidade nos mercados financeiros. As taxas de juro do mercado monetário interbancário subiram significativamente – provocando, na prática, um congelamento do mercado de crédito, nomeadamente interbancário – ao mesmo tempo que as *yields* dos títulos de dívida pública atingiam mínimos históricos, espelhando uma maior aversão ao risco por parte dos investidores. Nos meses que se seguiram, inúmeras empresas – principalmente, mas não só, do sector financeiro – revelaram graves problemas de liquidez, colocando em causa a própria sustentabilidade do sistema financeiro.

A actividade económica reflectiu rapidamente estes problemas, caindo abruptamente no final de 2008. Do lado da oferta, a confiança empresarial caiu para mínimos históricos tanto nos EUA como na área do euro, com reflexo na queda acentuada dos níveis de produção industrial.

No lado da procura, os indicadores de confiança dos consumidores também caíram para mínimos históricos, reflectindo a maior dificuldade de acesso ao crédito por parte das famílias e a acentuada deterioração do mercado de trabalho. Nos EUA, mais de 7 milhões de pessoas perderam o emprego em 2008 e 2009, o que fez a taxa de desemprego subir de 4,6 por cento da população activa em 2007, para mais de 9 por cento em 2009 – em Dezembro a taxa de desemprego situou-se em 10 por cento da

população activa. Na área do euro e no Japão o ajustamento do mercado trabalho não foi tão acentuado. Ainda assim, a taxa de desemprego subiu cerca de 2 pontos percentuais em ambos os casos, atingindo 9,5 por cento da população activa na área do euro, e 5,9 por cento no Japão.

TAXA DE DESEMPREGO



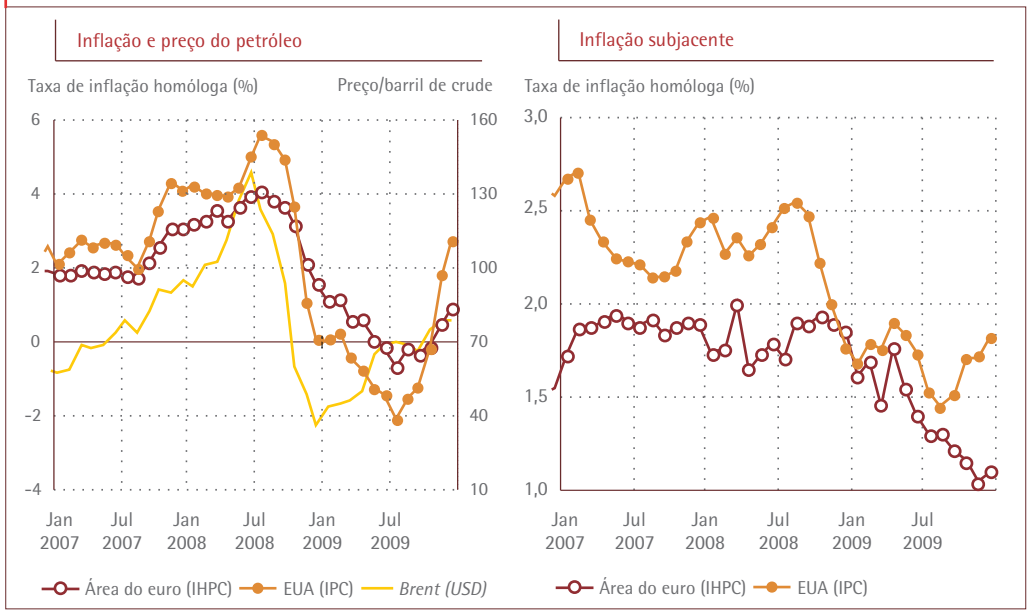
Fonte: *Reuters e Eurostat*

Por outro lado, o preço do petróleo, que atingira máximos históricos em meados de 2008, caiu cerca de 75 por cento entre Junho e Dezembro de 2008. Em 2009, a inflação reflectiu esta evolução dos preços dos bens energéticos, registando valores negativos em grande parte do ano. Nos EUA, a inflação homóloga caiu de um máximo de 5,6 por cento em Julho de 2008, para -2,1 por cento 12 meses depois e, na área do euro, passou de 4 para -0,7 por cento no mesmo período.

Na segunda metade do ano, o aumento do preço do petróleo, a par de alguma recuperação económica, ditou a subida da inflação para valores positivos, atingindo, em Dezembro, 2,7 por cento nos EUA e 0,9 por cento na área do euro. A variação média anual dos preços, em 2009, cifrou-se em -0,3 por cento nos EUA e 0,3 por cento na área do euro.

Reflectindo o alargamento do hiato do produto, a componente principal da inflação (que exclui os preços dos bens energéticos e da alimentação) também registou uma tendência de moderação em grande parte do ano, especialmente na área do euro. Em termos médios anuais, a inflação subjacente diminuiu de 2,3 para 1,7 por cento nos EUA, e de 1,8 para 1,4 por cento na área do euro.

EVOLUÇÃO DO NÍVEL GERAL DE PREÇOS



Fonte: *Reuters* e *Eurostat*

A adopção de medidas excepcionais por parte de Governos e bancos centrais permitiu restabelecer a confiança nos mercados financeiros e travar a queda acentuada da actividade económica na primeira metade do ano, com o ponto mais baixo da recessão a situar-se no segundo trimestre. Os índices de confiança interromperam então a trajectória de descida e a actividade industrial começou a dar sinais de alguma recuperação. Na segunda metade do ano, o PIB voltou a registar taxas de crescimento positivas, reflectindo igualmente a inversão do ciclo de *stocks*.

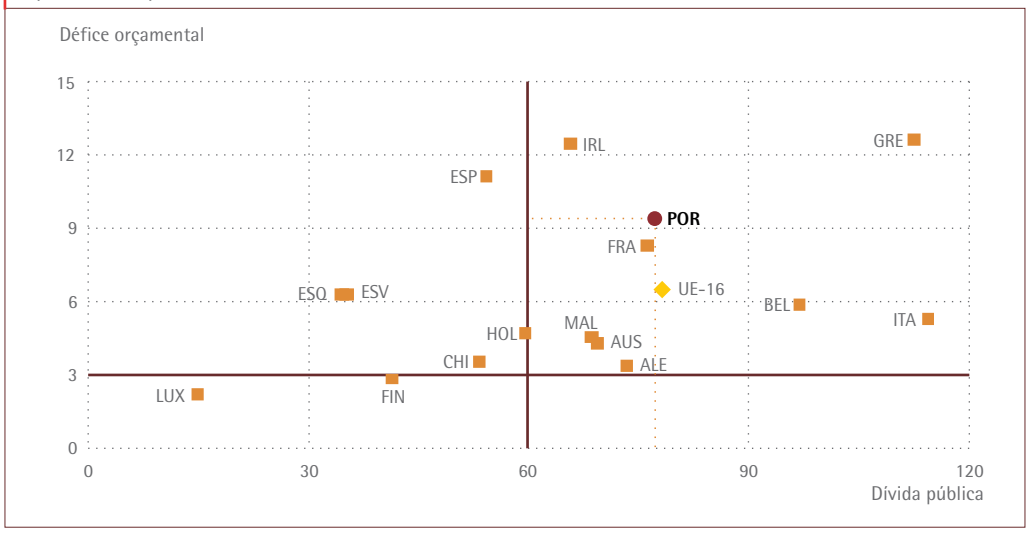
As previsões para 2010 apontam para uma sustentação da recuperação da actividade: a Comissão Europeia antecipa um crescimento de 2,2 por cento nos EUA, 0,7 por cento na área do euro, e 1,1 por cento no Japão.

A crise económica e financeira teve reflexos importantes na situação das finanças públicas das economias avançadas. A quebra acentuada da receita fiscal, por um lado, e as medidas de apoio à liquidez dos mercados financeiros e de estímulo à economia, por outro, traduziram-se num aumento significativo do défice orçamental. Segundo as estimativas da Comissão Europeia, o défice atingiu 11,3 por cento do PIB nos EUA, 6,4 por cento na área do euro, e 8 por cento no Japão.

Esta deterioração orçamental traduziu-se num aumento significativo da dívida pública. Nos EUA, a dívida terá atingido 84,8 por cento do PIB em 2009, depois de 70,4 por cento no ano anterior, ao passo

que na área do euro a dívida terá subido de 69,3 para 78,2 por cento. No Japão o rácio dívida/PIB terá ultrapassado 200 por cento, ao passar de 196,6 para 218,6 por cento.

DÉFICE ORÇAMENTAL E DÍVIDA PÚBLICA EM 2009
(em % do PIB)



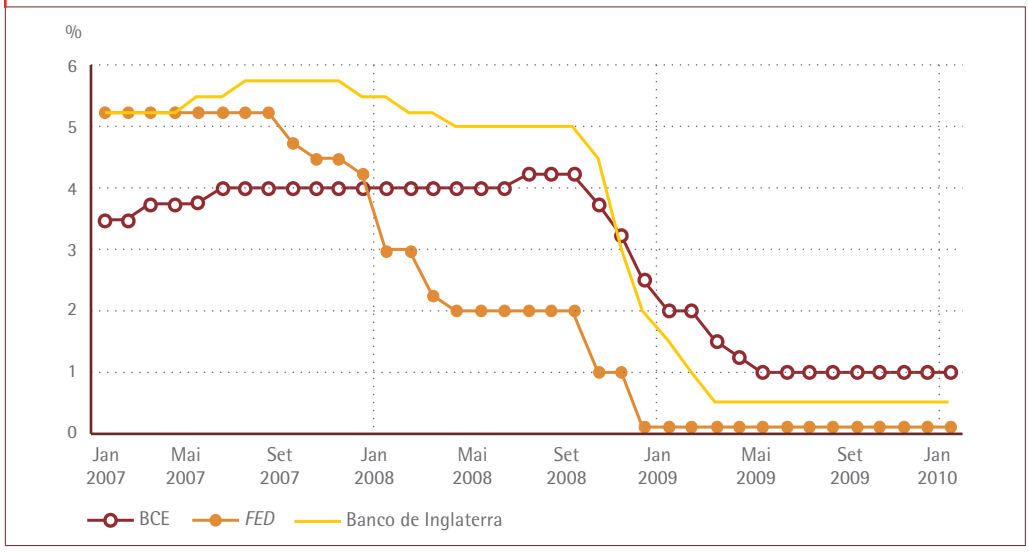
Fonte: Comissão Europeia e Ministério das Finanças e da Administração Pública

As autoridades monetárias reagiram aos sinais de crise reduzindo as suas taxas directoras para mínimos históricos e injectando liquidez no mercado. Ainda em 2008, a Reserva Federal reduziu o seu *target* para a taxa dos *fed funds* para um intervalo entre 0 e 0,25 por cento, o BCE diminuiu a taxa repo de 4,25 para 2,5 por cento, o Banco de Inglaterra baixou a taxa base de 5 para 2 por cento, e o Banco do Japão reduziu a taxa directora de 0,5 para 0,1 por cento. Já na primeira metade 2009, o BCE e o Banco de Inglaterra voltaram a baixar as suas taxas de referência para 1 e 0,5 por cento, respectivamente.

Ao longo do ano, os bancos centrais não só mantiveram as taxas em níveis historicamente reduzidos, como continuaram a garantir condições propícias a uma estabilização do mercado monetário interbancário, nomeadamente através do leilão regular de empréstimos de taxa fixa com prazos de 1 ano. Por outro lado, o discurso dos principais responsáveis pela política monetária manteve-se favorável a uma recuperação do mercado de crédito, ao deixar antecipar um cenário de manutenção de taxas por um prazo de tempo alargado.

No mercado obrigacionista, o acentuado aumento da aversão ao risco no final de 2008 traduziu-se numa valorização significativa dos títulos de dívida soberana, com as *yields* das obrigações norte-americanas e alemãs a atingirem mínimos históricos nas maturidades mais longas em Dezembro de 2008: nos 10 anos, a taxa de juro atingiu um mínimo próximo de 2 por cento nos EUA e inferior a 3 por cento na Alemanha.

TAXAS DIRECTORAS DOS BANCOS CENTRAIS



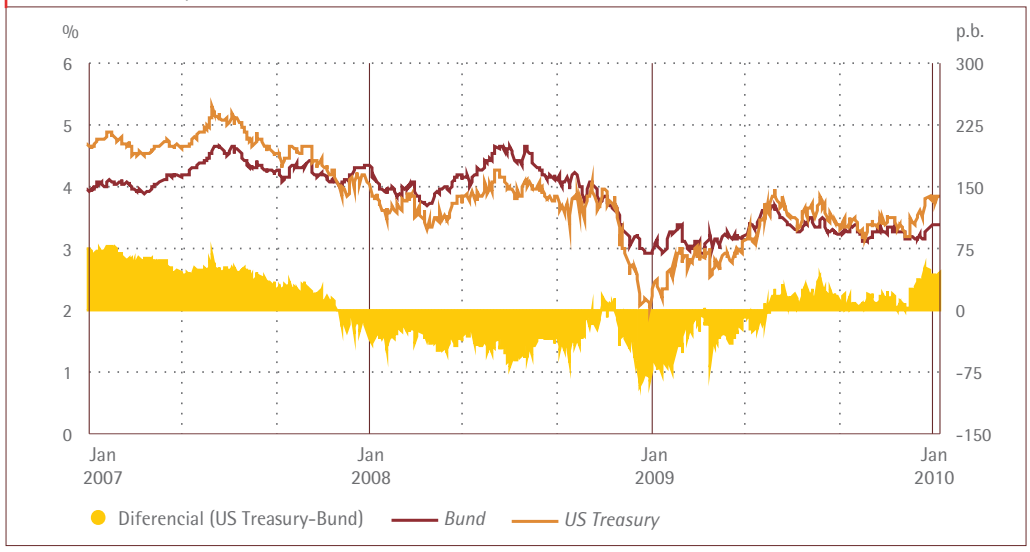
Fonte: *Reuters*

Na primeira metade de 2009 os mercados revelaram alguma estabilização – em Junho a volatilidade medida pelo índice *VIX* já tinha diminuído para valores próximos do verificado antes da falência da *Lehman Brothers* –, em resultado, em grande parte, das medidas de apoio ao sistema financeiro e de estímulo monetário e orçamental. Assim, registou-se neste período uma subida sustentada das taxas de juro nas maturidades mais longas e uma redução dos *spreads* das obrigações com maior risco de crédito. Entre o final de 2008 e Junho de 2009, a *yield* do *Treasury* a 10 anos subiu 132 pontos base, para 3,54 por cento, ao passo que o *Bund* a 10 anos aumentou de 2,94 para 3,38 por cento.

Na segunda metade do ano, as taxas de juro revelaram alguma estabilização, mantendo-se num intervalo relativamente estreito, entre 3,2 e 3,8 por cento, tanto na área do euro, como nos EUA.

O diferencial entre as taxas de juro a 10 anos nas duas regiões apresentou uma tendência de estreitamento gradual na primeira metade do ano, passando a registar um valor positivo a partir de Junho. Na segunda metade do ano, verificou-se alguma estabilização, excepto em Dezembro, período em que houve uma nova tendência de subida da taxa de juro nos EUA, em resultado de perspectivas de aceleração do crescimento em 2010. Entre o final de 2008 e de 2009, o *spread Treasury-Bund* subiu quase 120 pontos base, ao passar de -72 para 46 pontos base.

TAXAS DE JURO DE LONGO PRAZO
(títulos de dívida pública a 10 anos)



Fonte: *Reuters*

A parte mais curta da curva manteve-se, em 2009, ancorada ao nível das taxas directoras dos bancos centrais. Nos EUA, o *Tbill* a 3 meses registou uma taxa de juro muito próxima de 0,1 por cento ao longo de todo o ano, ao passo que, na Alemanha, a taxa de juro do *Bubill* com a mesma maturidade se reduziu de 1,05 por cento no final de 2008, para 0,35 por cento no final de 2009.

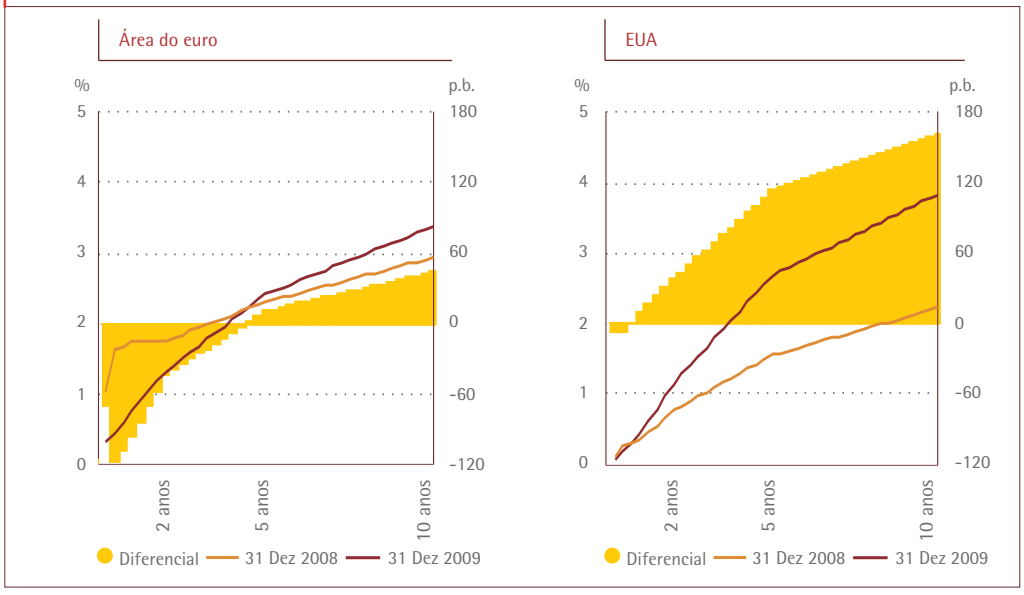
Assim, verificou-se ao longo do ano um acentuado aumento da inclinação da curva de rendimentos, para valores próximos do máximo histórico. Nos EUA, o declive medido pelo diferencial entre a *yield* a 10 anos e a 3 meses passou de 210 para 378 pontos base, ao passo que na Alemanha, o *spread* equivalente aumentou de 189 para 303 pontos base.

O diferencial entre a taxa de rendibilidade dos títulos de dívida pública e a taxa *swap* registou um estreitamento no início do ano, em reflexo da estabilização dos mercados financeiros nesse período. No primeiro trimestre, o *swap spread* na maturidade dos 10 anos reduziu-se de 27 para 14 pontos base nos EUA, e de 79 para 35 pontos base na área do euro. No remanescente do ano, verificou-se alguma estabilidade, situando-se este diferencial no final de 2009 em 12 pontos base nos EUA e 22 pontos base na área do euro, valores próximos do observado antes da crise, no caso europeu, e até inferiores, no caso do mercado norte-americano.

A crise de confiança instalada no final de 2008 teve um impacto significativo nos mercados de dívida soberana com maior risco de crédito, tendo-se verificado um aumento substancial do diferencial das taxas de juro face às *yields* do *Bund* alemão, em países como Grécia, Irlanda, Itália, Espanha, e Portugal.

Apesar de se ter registado alguma moderação desta tendência de alargamento dos *spreads* na primeira metade de 2009, no final do ano estes diferenciais situavam-se em valores substancialmente acima do verificado até 2007, em especial na Grécia.

ESTRUTURA TEMPORAL DAS TAXAS DE JURO

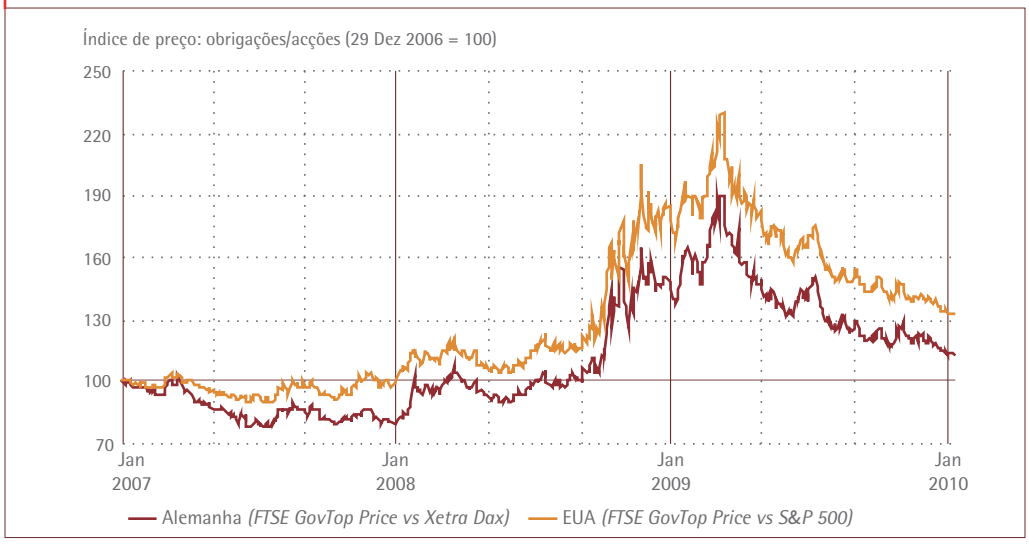


Fonte: *Reuters*

A crise financeira afectou negativamente o mercado accionista, com os principais índices a registarem perdas significativas na segunda metade de 2008. No entanto, esta tendência foi interrompida no primeiro trimestre de 2009, devido ao anúncio de medidas de estímulo económico. Com efeito, a partir de Março, os principais índices accionistas registaram uma valorização significativa, recuperando grande parte das perdas acumuladas a partir de meados de 2008. Assim, entre o final de 2008 e 2009, o índice alemão *Xetra Dax* valorizou-se 23,8 por cento, nos EUA, os índices S&P 500 e *Nasdaq* subiram 23,5 e 53,3 por cento, respectivamente, e, no Japão, o índice *Nikkei* valorizou-se 19 por cento.

Pelo contrário, o mercado obrigacionista revelou uma tendência negativa, à medida que os receios de colapso do sistema financeiro se foram dissipando. Nos EUA, o índice de preços de obrigações de dívida pública (FTSE GovTop) apresentou uma variação de -6,2 por cento e na Alemanha de -1,9 por cento.

COMPORTAMENTO RELATIVO DOS MERCADOS OBRIGACIONISTA E ACCIONISTA



Fonte: *Reuters*

No mercado cambial, o euro apresentou, durante o período de maior turbulência nos mercados financeiros, tendências contraditórias face às principais moedas: registou uma apreciação acentuada face à libra esterlina – cerca de 25 por cento no último trimestre de 2008, reflectindo a maior exposição dos bancos de investimento britânicos à crise financeira internacional –, em contraste com uma depreciação assinalável face ao dólar norte-americano e ao iene, resultante da expectativa de descida das taxas de juro do BCE e da repatriação de fundos por parte de investidores japoneses, num contexto de aumento da aversão ao risco.

No início de 2009, tal como sucedeu nos mercados obrigacionista e accionista, verificou-se uma estabilização do mercado cambial e uma interrupção daquelas trajectórias. Com efeito, a partir de Março, o euro apresentou uma trajectória de apreciação moderada, mas sustentada, face à moeda norte-americana. No final do ano o EUR/USD situava-se em 1,43, 2,4 por cento acima verificado no final de 2008.

EVOLUÇÃO DAS TAXAS DE CÂMBIO DO EURO

Fonte: *Reuters*

Ainda assim, em termos médios anuais, o euro registou uma depreciação de 5,2 por cento face ao dólar norte-americano e de 14,5 por cento face ao iene, e uma apreciação de 11,8 por cento face à libra esterlina, sendo que o efeito conjugado se traduziu numa ligeira apreciação da taxa de câmbio efectiva (0,3 por cento).

Economia Portuguesa

O ano de 2009 foi marcado pela recessão internacional, com reflexos significativos na economia portuguesa, onde se estima uma contracção do PIB de 2,7 por cento[4].

O perfil de evolução do produto ao longo do ano foi, no entanto, favorável, registando-se taxas de variação homólogas sucessivamente menos negativas. Esta evolução esteve em linha com o observado nas economias avançadas, com as medidas de carácter monetário e orçamental a contribuírem para uma trajectória de melhoria gradual da actividade ao longo do ano.

Em Portugal, o comportamento do PIB foi influenciado negativamente quer pela procura interna, quer pelas exportações líquidas.

O consumo privado sofreu uma quebra de 0,8 por cento, não obstante o aumento do rendimento disponível, o que se traduziu num aumento da taxa de poupança. A melhoria do rendimento disponível deveu-se ao crescimento das transferências sociais para as famílias e à diminuição das taxas de juro bancárias, o que permitiu uma diminuição das despesas com passivos financeiros. Contudo, a incerteza quanto à evolução da crise internacional e o aumento da taxa de desemprego, levaram à queda da confiança dos consumidores, o que, associado a condições mais restritivas na concessão de crédito e a um aumento dos prémios de risco, determinou um decréscimo de consumo, essencialmente de bens duradouros.

A quebra do investimento (-11,1 por cento) deveu-se, essencialmente, à diminuição de Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) nos sectores das famílias e empresarial, tendo-se verificado a trajectória inversa no sector público. Do lado das empresas, esta contracção foi fruto da queda da procura interna e externa, da diminuição das margens de lucro e do maior escrutínio pelos bancos na concessão de crédito. Em sentido contrário, os estímulos à economia de combate à crise traduziram-se no aumento do investimento público.

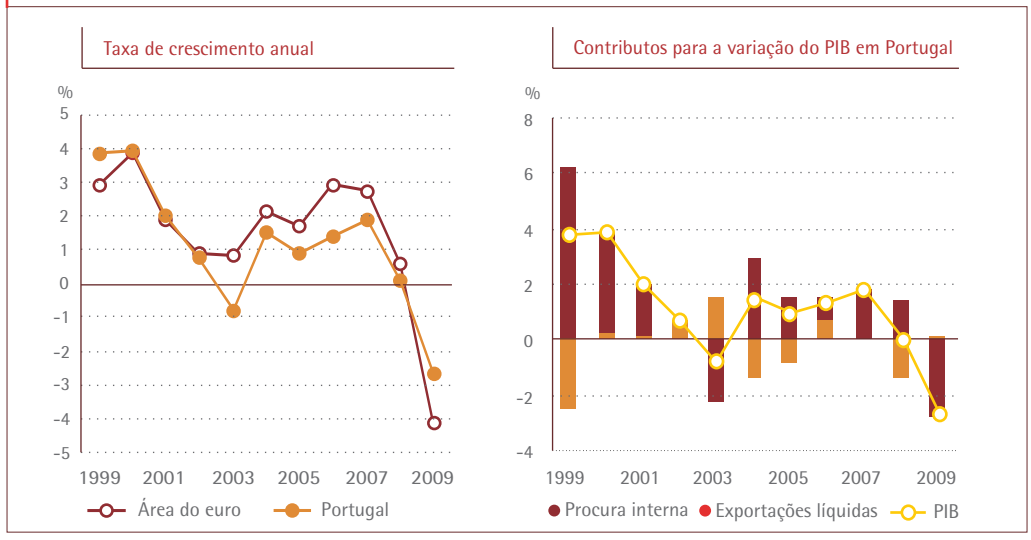
Tanto as exportações como as importações apresentaram decréscimos, com as exportações a fazê-lo a um ritmo mais acentuado (-11,6 por cento), num contexto de contracção da procura mundial e, em particular, dos mercados de destino das exportações portuguesas. Contudo, o contributo das exportações líquidas para a variação do PIB foi ligeiramente positivo (0,1 por cento).

Apenas o consumo público apresentou uma variação positiva face a 2008, de 3,5 por cento.

[4] Instituto Nacional de Estatística, Contas Nacionais Trimestrais, Março de 2010.

Atendendo à divulgação do *Eurostat* para o crescimento da área do euro, que apresenta uma variação do PIB de -4,1 por cento em 2009[5], a economia nacional teve, no contexto da crise internacional, um comportamento menos recessivo do que a média dos países da UEM.

CRESCIMENTO REAL DO PRODUTO E CONTRIBUTOS PARA O PIB



Fonte: *Eurostat* e Instituto Nacional de Estatística

As perspectivas de crescimento para 2010 apontam para uma ligeira recuperação económica, baseada, principalmente, num aumento das exportações e do consumo privado, prevendo-se a continuação da retoma da procura internacional, já observada na segunda metade de 2009, e uma melhoria da confiança de consumidores e empresários, facilitada pela manutenção das taxas de juro em níveis reduzidos.

O consumo público deve apresentar uma contracção, tal como o investimento, embora esta última menos expressiva do que em 2009. Assim, tanto o Banco de Portugal como o Governo prevêem um crescimento de 0,7 por cento do PIB para 2010, valor idêntico ao projectado pela CE[6] para o crescimento do PIB na área do euro.

A situação do mercado de trabalho em 2009 agravou-se consideravelmente, seguindo a evolução negativa iniciada no final do ano anterior. A taxa de desemprego atingiu 9,5[7] por cento da população activa, mais 1,9 pontos percentuais que em 2008, tendo este sido um dos factores que mais contribuiu

[5] *Eurostat*, Março de 2010.

[6] Previsão da Comissão Europeia apresentada nas Previsões de Outono de Outubro de 2009.

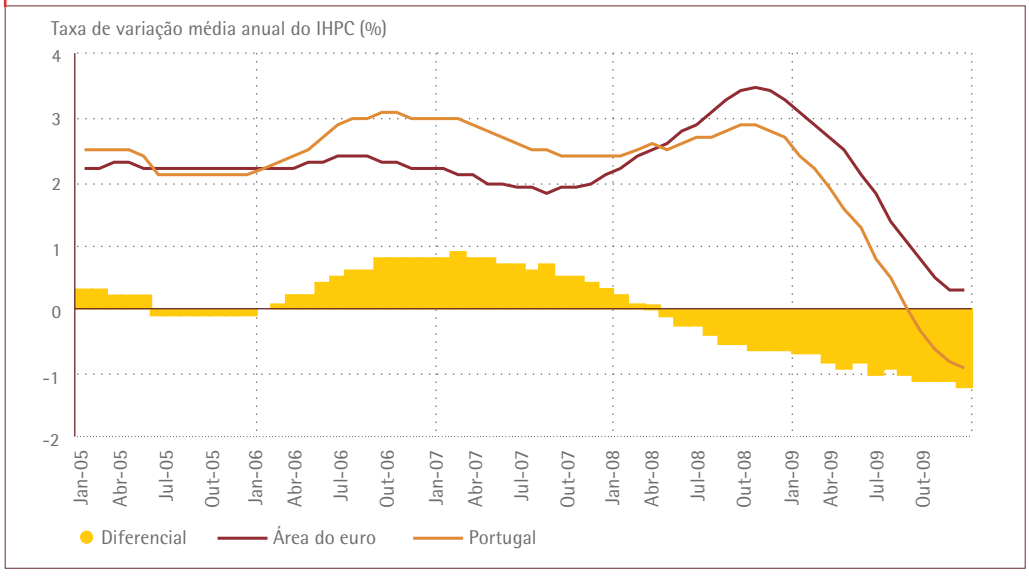
[7] Instituto Nacional de Estatística, Estatísticas do Emprego, Fevereiro de 2010.

para a degradação da confiança das famílias e, consequentemente, para a quebra do consumo.

A taxa de inflação, medida pela variação média anual do índice harmonizado de preços no consumidor (IHPC), atingiu -0,9 por cento em 2009. A este facto está associada a diminuição dos preços das matérias-primas, tanto energéticas como não-energéticas, em consequência da queda da procura mundial. Para além disso, verificou-se também alguma pressão sobre as margens de lucro das empresas como forma de preservar a sua competitividade internacional.

Espera-se que em 2010 a taxa de inflação registe um valor positivo, de 0,8 por cento[8], acompanhando, assim, a recuperação da procura mundial. Na comparação da taxa de inflação com a da área do euro, verifica-se que Portugal apresenta um valor inferior à área do euro desde o primeiro trimestre de 2008, tendo-se o diferencial alargado no final de 2009.

TAXA DE INFLAÇÃO



Fonte: *Eurostat*

As necessidades de financiamento externo da economia portuguesa, medidas pelo saldo conjunto da balança corrente e de capital, reduziram-se, ao passarem de 10,5 para 8,2 por cento do PIB em 2009. Esta evolução foi consequência da redução do défice da balança corrente, reflectindo sobretudo a descida dos preços dos bens energéticos.

[8] Previsão do Ministério das Finanças e da Administração Pública, apresentada no Orçamento de Estado, Janeiro de 2010.

O Orçamento de Estado (OE) para 2009 sofreu duas alterações ao longo do ano, em resultado não só das medidas suplementares de apoio à economia, bem como da evolução pior que a esperada da receita fiscal. Assim, partindo de um défice orçamental previsto inicialmente no relatório do OE para 2009 de 2,2 por cento do PIB, apurado na óptica da contabilidade nacional, o défice final das Administrações Públicas (AP) situou-se em 9,3 por cento do PIB.

O agravamento substancial do défice das AP teve subjacente uma quebra da receita total em torno de 3,5 por cento e um aumento da despesa de 3,1 por cento. A receita fiscal, medida em percentagem do PIB, apresentou uma evolução desfavorável de 3,9 pontos percentuais do PIB, ao passar de 36,5 em 2008 para 32,6 por cento do PIB em 2009. Conjuntamente, do lado da despesa, os aumentos mais significativos verificaram-se nas prestações sociais, na formação bruta de capital e nas transferências correntes[9] - áreas onde foram adoptadas as medidas anti-crise -, com acréscimos face a 2008 de 1,9, 1,6 e 0,8 pontos percentuais do PIB, respectivamente.

O saldo primário, em contabilidade nacional, que havia registado um superávite de 0,2 por cento do PIB em 2008, voltou a situar-se em valores negativos, num montante equivalente a -6,4 por cento do PIB. A mesma tendência se verificou com o saldo primário ajustado do ciclo, que depois de apresentar um valor positivo em 2008, voltou a apresentar um défice em 2009, prevendo-se que assim se mantenha até 2011[10].

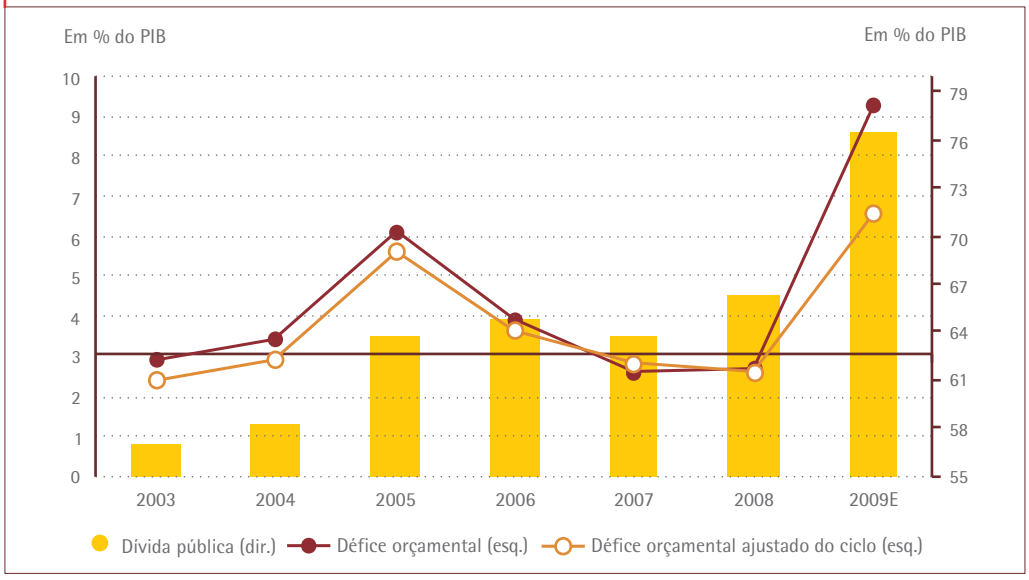
O défice orçamental em 2010 deverá atingir 8,3 por cento do PIB, menos 1,0 ponto percentual do que o verificado em 2009. Esta diminuição será conseguida através de um aumento de 0,5 pontos percentuais do PIB da receita e uma diminuição do mesmo montante da despesa.

Em relação à dívida pública, estima-se que o valor para 2009 seja de 76,6 por cento do PIB, um crescimento de 10,2 pontos percentuais face ao valor registado no ano anterior. Esta variação é explicada, essencialmente, pela evolução desfavorável do saldo primário (6,4 pontos percentuais) e pelo diferencial da taxa de juro implícita na dívida face ao crescimento nominal do PIB – *snow-ball effect* (3,5 pontos percentuais). Para 2010, o valor previsto para a dívida das AP é de 84,5 por cento do PIB, um aumento de 8,8 pontos percentuais face a 2009.

[9] Medidas de apoio no âmbito do IIE – Iniciativa para o Investimento e o Emprego.

[10] Ministério das Finanças e da Administração Pública, Programa de Estabilidade e Crescimento, Março de 2010.

SALDO ORÇAMENTAL E DÍVIDA PÚBLICA EM PORTUGAL



Fonte: Comissão Europeia e Ministério das Finanças

Em 2009, com as medidas de injecção extraordinária de liquidez, e a subsequente estabilização dos mercados financeiros, verificou-se uma recuperação do preço das obrigações com maior nível de risco de crédito, nomeadamente face aos títulos alemães. Assim, o diferencial de taxas de juro OT-*Bund* na maturidade dos 10 anos, em termos de *spreads* interpolados, estreitou-se em cerca de 30 pontos base entre o início e o final do ano, depois de se ter registado um alargamento no final de 2008. A tendência de descida verificou-se na segunda metade do ano, atingindo os valores mais baixos no último trimestre de 2009.

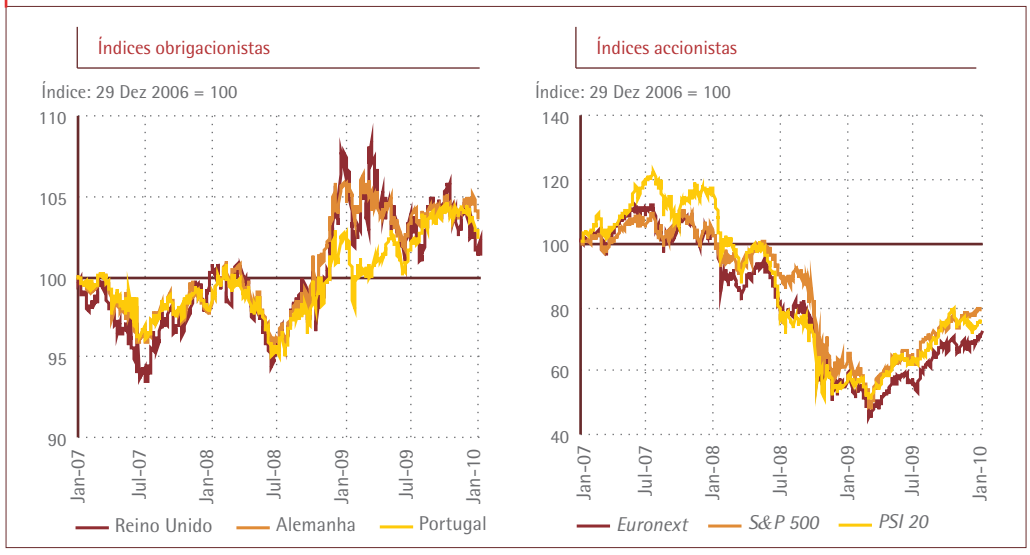
O diferencial OT-*swap*, entre o final de 2008 e 2009, sofreu um alargamento de 24 pontos base, ao passar de 22,7 para 46,7 pontos base.

Ao longo de 2009, as *yields* a 10 anos dos mercados obrigacionistas de dívida pública registaram uma trajectória ascendente na generalidade dos países, com maior volatilidade no primeiro semestre do ano, mas estabilizando a partir do primeiro semestre de 2009, depois de se começar a verificar uma ligeira melhoria da confiança. O mercado obrigacionista português[11] registou uma valorização nula dos preços entre o final de 2008 e de 2009, facto que não se verificou noutros mercados, como, por exemplo, na Alemanha, Reino Unido ou EUA, que apresentaram variações negativas.

[11] De acordo com a evolução verificada pelo índice de preços obrigacionista *FTSE GovTop*.

O índice PSI 20 registou um ganho aproximado de 33,5 por cento entre o final de 2008 e o final de 2009, variação que ultrapassou as verificadas pelos índices *Euronext* (25,5 por cento) e S&P 500 (23,5 por cento). Esta recuperação dos índices accionistas foi mais acentuada no segundo semestre de 2009.

MERCADOS FINANCEIROS



Fonte: *Thompson Reuters*

A evolução das finanças públicas em Portugal: uma análise comparativa com os restantes países da área do euro

A crise económica e financeira contribuiu para a deterioração acentuada nas finanças públicas nos países da área do euro. Em Portugal, a dívida das administrações públicas (AP) aumentou de 63,6 por cento do PIB em 2007 para 76,6 por cento em 2009. Ainda assim, o seu nível manteve-se abaixo da média da área do euro, que, segundo as Previsões de Outono da Comissão Europeia (CE), evoluiu de 66,0 por cento do PIB em 2007 para 78,2 por cento em 2009.

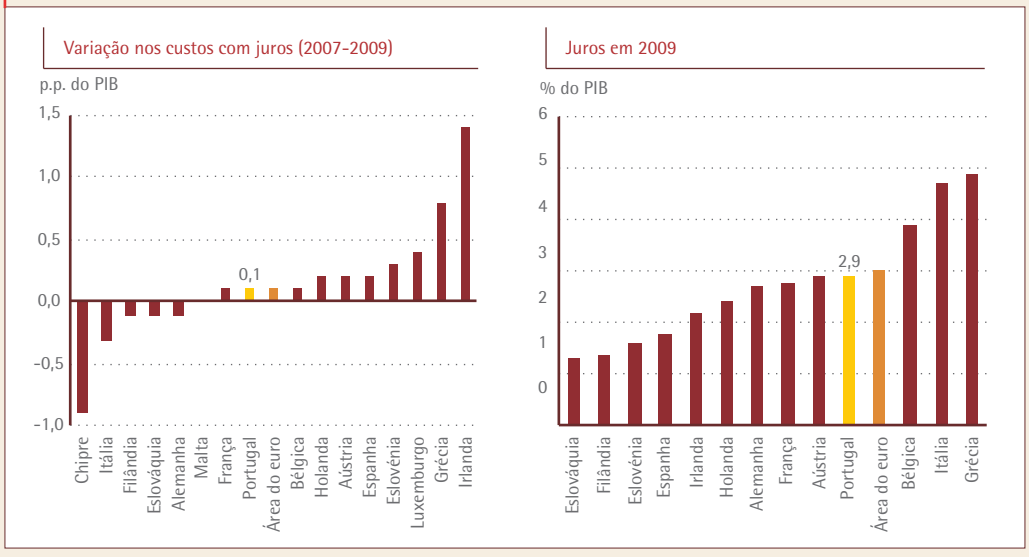
A Itália deverá ter sido o país da área do euro com o maior nível de dívida em 2009, com o rácio no PIB a atingir 114,6 por cento, seguida da Grécia com 112,6 por cento do produto. A Irlanda deverá ter sido o país da área do euro a registar o maior aumento da dívida entre 2007 e 2009, de 40,7 pontos percentuais do PIB, para 65,8 por cento.

Quanto ao défice orçamental, em Portugal o seu valor subiu de 2,7 por cento do PIB em 2008 para 9,3 por cento em 2009, um nível que, embora esteja 2,9 pontos percentuais acima do previsto para a média da área do euro. Os valores mais elevados registaram-se na Irlanda (12,5 por cento), na Grécia (12,7 por cento), e em Espanha (11,2 por cento).

Uma consequência do maior endividamento dos países da área do euro é o aumento dos custos da dívida. Em Portugal, o rácio dos juros no PIB aumentou 0,1 pontos percentuais, uma variação em linha com a antecipada para a média da área do euro. A Irlanda sofreu o maior agravamento, de 1,4 pontos percentuais do PIB, seguindo-se a Grécia, com uma subida de 0,8 pontos percentuais do produto.

Em nível, o peso dos juros da dívida no PIB deverá ter-se mantido em Portugal ligeiramente abaixo da média da área do euro, ascendendo a 2,9 por cento do PIB em 2009. Em contraste, o país da área do euro que deverá apresentar o rácio mais elevado deverá ser a Grécia (4,9 por cento em 2009), um valor que reflecte não apenas o elevado nível de endividamento do país mas também o maior custo de financiamento, resultante de uma percepção de maior risco por parte dos investidores.

JUROS DA DÍVIDA EM PERCENTAGEM DO PIB DOS PAÍSES DA ÁREA DO EURO



Fonte: Previsões Económicas de Outono, Comissão Europeia, Novembro de 2009 e Proposta do Orçamento de Estado de 2010, Ministério das Finanças, Janeiro de 2010.

Numa perspectiva de longo prazo, Portugal apresenta uma expectativa de evolução das finanças públicas mais favorável que a média da área do euro. Segundo os resultados do Relatório de Sustentabilidade de 2009 da CE, o ajustamento permanente no saldo orçamental primário corrente necessário para que a dívida pública respeite a restrição orçamental de longo prazo, incluindo também a despesa adicional resultante do envelhecimento da população, é igual a 5,5 por cento do PIB. Este ajustamento é ligeiramente inferior ao necessário na média da área do euro (5,8 por cento) e significativamente menor ao de outros países tais como a Grécia (14,1 por cento), a Irlanda (15,0 por cento) e a Espanha (11,8 por cento).

A posição favorável de Portugal provém da projecção substancialmente mais favorável para o ajustamento orçamental necessário para financiar o aumento das despesas com o envelhecimento, de 1,9 pontos percentuais do PIB, um dos valores mais baixos da área do euro.

A crise financeira e os *spreads* de dívida soberana na área do euro

A crise económica e financeira de 2008-2009 levou os Governos a adoptar medidas extraordinárias com impacto nas finanças públicas, para estabilizar o sistema financeiro e evitar uma recessão de maior escala. Neste contexto, as agências de *rating* reavaliaram em alta o risco de crédito de alguns soberanos, nomeadamente da área do euro.

Em particular, as agências tomaram especial atenção à evolução das economias mais periféricas da área do euro, salientando não só a deterioração das finanças públicas nesses países, como a falta de competitividade dessas economias. Ao longo de 2009, Grécia e Irlanda viram a sua notação de crédito reduzida pelas três principais agências de *rating*, enquanto que Portugal e Espanha sofreram um *downgrade* por parte da S&P.

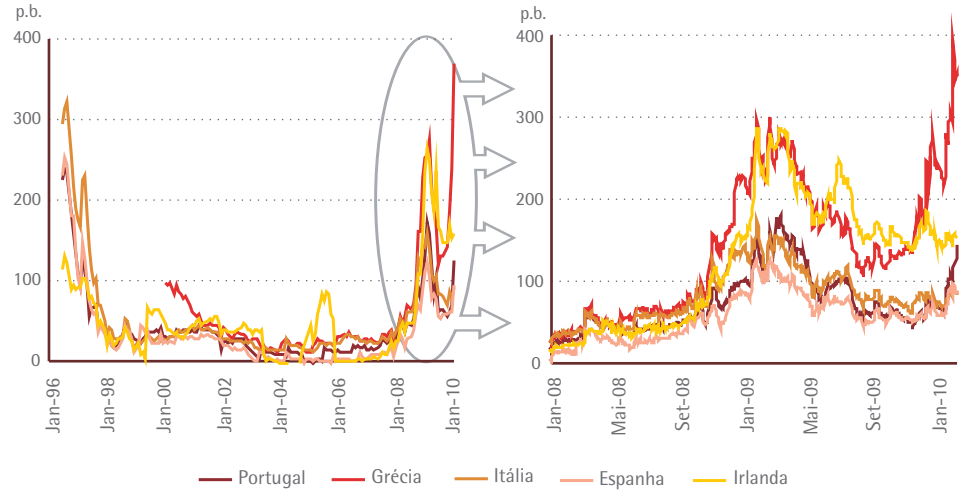
DECISÕES DAS TRÊS PRINCIPAIS AGÊNCIAS DE *RATING* EM 2009

	Data	Agência	Decisão
Portugal	13-Jan	S&P	*Rating on watch down* (AA-)
	21-Jan	S&P	*Rating downgraded* (AA- para A+)
	03-Set	Fitch	*Negative outlook* (AA)
	29-Out	Moody's	*Negative outlook* (Aa2)
	07-Dez	S&P	*Negative outlook* (A+)
Grécia	09-Jan	S&P	*Rating on watch down* (A)
	14-Jan	S&P	*Rating downgraded* (A para A-)
	12-Mai	Fitch	*Negative outlook* (A)
	22-Out	Fitch	*Rating downgraded* (A para A-)
	29-Out	Moody's	*Rating on watch down* (A1)
	07-Dez	S&P	*Rating on watch down* (A-)
	08-Dez	Fitch	*Rating downgraded* (A- para BBB+)
	16-Dez	S&P	*Rating downgraded* (A- para BBB+)
	22-Dez	Moody's	*Rating downgraded* (A1 para A2) + *Negative outlook*
Irlanda	09-Jan	S&P	*Negative outlook* (AAA)
	30-Jan	Moody's	*Negative outlook* (Aaa)
	06-Mar	Fitch	*Rating on watch down* (AAA)
	30-Mar	S&P	*Rating downgraded* (AAA para AA+)
	09-Abr	Fitch	*Rating downgraded* (AAA para AA+) + *Negative outlook*
	17-Abr	Moody's	*Rating on watch down* (AAA)
	08-Jun	S&P	*Rating downgraded* (AA+ para AA)
	02-Jul	Moody's	*Rating downgraded* (Aaa para Aa1)
	04-Nov	Fitch	*Rating downgraded 2 notches* (AA+ para AA-)
Espanha	12-Jan	S&P	*Rating on watch down* (AAA)
	19-Jan	S&P	*Rating downgraded* (AAA para AA+)
	09-Dez	S&P	*Negative outlook* (AA+)

As revisões dos *ratings* e o aumento significativo da aversão ao risco que acompanhou a crise financeira em 2008, originou um movimento de *flight-to-quality* que fez desvalorizar em termos relativos os mercados obrigacionistas dos soberanos com maior risco de crédito. Assim, no final de 2008, face à iminência de actuação das agências de *rating*, os diferenciais face às taxas de referência alemãs aumentaram para valores não observados desde a entrada em vigor da moeda única, em países como Grécia, Irlanda, Itália, Espanha, e Portugal.

O início de 2009 foi marcado pelo anúncio quase simultâneo de três *downgrades* por parte da S&P: no espaço de uma semana esta agência reduziu a notação de crédito de Grécia, Espanha, e Portugal, e ainda colocou sob vigilância a notação da Irlanda. Estes anúncios tiveram um impacto significativo nos mercados obrigacionistas europeus, reforçando a tendência de alargamento dos *spreads* destes soberanos. Na maturidade dos 10 anos, o *spread* OT-*Bund* aumentou 79 pontos base entre o final de 2008 e 9 de Março de 2009, dia em que alcançou o máximo do ano (181 pontos base). Em Espanha, Grécia, e Irlanda, as diferenças equivalentes foram de 38, 74, e 137 pontos base, respectivamente.

SPREADS DE SOBERANOS DA ÁREA DO EURO FACE AO *BUND* (10 ANOS)



Fonte: *Reuters*

A partir de Março, assistiu-se a uma estabilização dos mercados financeiros internacionais, com repercussão numa redução gradual dos *spreads* destes países face à Alemanha.

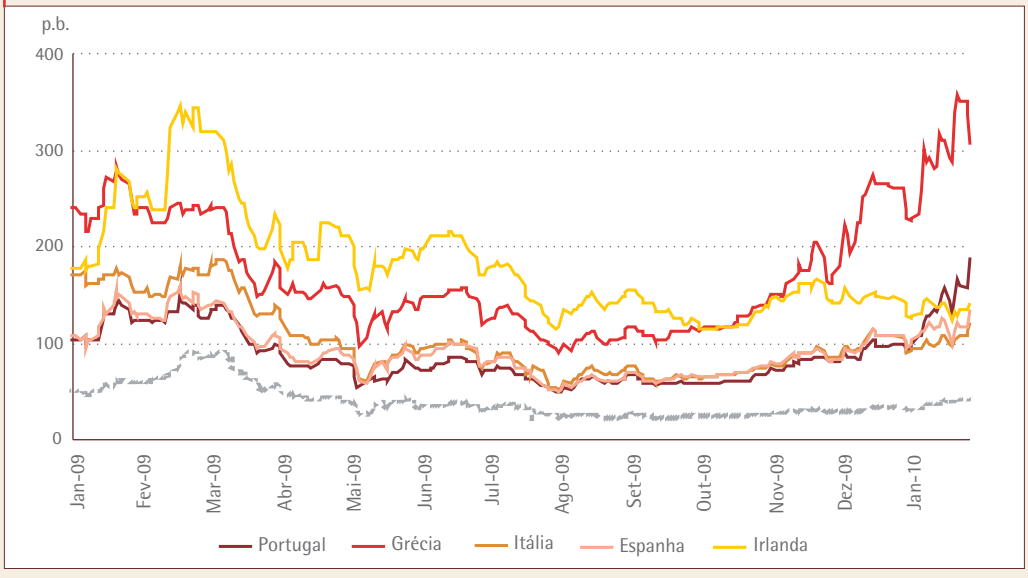
No último terço do ano, os *spreads* revelaram alguma estabilização, mantendo-se, no entanto, em valores superiores aos observados antes da crise. Neste período, a República Portuguesa viu as três principais agências de *rating* alterar a perspectiva em relação à sua notação de crédito para negativa –

Fitch a 3 de Setembro, *Moody's* a 29 de Outubro e S&P a 7 de Dezembro. No entanto, estes anúncios tiveram um impacto diminuto no *spread* OT-*Bund* a 10 anos, que atingiu o seu mínimo do ano já em Novembro (44 pontos base).

Em Dezembro, as decisões das agências de *rating* relativamente à economia grega – triplo *downgrade* no espaço de duas semanas – resultaram num novo alargamento significativo do diferencial das *yields* dos títulos de dívida pública deste país face ao *benchmark* alemão: entre 11 de Agosto – dia em que o *spread* da dívida grega alcançou o mínimo do ano – e o final do ano, o *spread* na maturidade dos 10 anos subiu mais de 130 pontos, para 238 pontos base. Durante uns dias a tendência alastrou-se a outros países da área do euro, mas, até ao final do ano, o efeito de contágio acabou por não ser muito significativo. Em Portugal, o diferencial face ao *Bund* situou-se em 68 pontos base no final, mais 24 pontos base que o mínimo atingido em meados de Novembro.

A evolução dos *credit default swaps* (CDS) sobre estes países revelou um padrão muito semelhante. O preço dos CDS a 10 anos agravou-se nos primeiros dois meses de 2009, em particular na Irlanda, registando a partir de Março uma redução sustentada. No último trimestre do ano verificou-se uma nova subida, com especial destaque para a Grécia, que terminou o ano com o CDS a 10 anos em 261 pontos base (mais 21 pontos do que no final do ano anterior). Em Portugal, o CDS a 10 anos situava-se em 100 pontos base no final do ano, ainda abaixo do observado em Itália (107), Espanha (109), e Irlanda (147).

CREDIT DEFAULT SWAPS (10 ANOS)



Fonte: *Eurostat*

O comportamento volátil dos mercados de dívida soberana em 2009 está bem reflectido nas conclusões do artigo de *Schuknecht et al.* (2009)[12]. Estes autores estimam que a sensibilidade dos *spreads* em relação à evolução das finanças públicas aumentou entre 4 e 8 vezes com a crise. A performance da Grécia e da Irlanda nos últimos meses de 2009 é um bom exemplo disso mesmo, com o diferencial da Grécia a aumentar significativamente no seguimento da divulgação do défice orçamental para 2008 – a par do triplo *downgrade* do *rating* –, e o *spread* dos títulos irlandeses a reduzir-se de forma sustentada após o anúncio de um orçamento de contenção para 2010.

[12] SCHUKNECHT, Ludger; VON HAGEN, Jürgen; WOLSWIJK, Guido - *Government bond risk premiums in the EU revisited: the impact of the financial crisis.* C.E.P.R.. London. Discussion Papers. number 7499 (2009)

Programa de Estabilidade e Crescimento 2010-2013

Os países da área do euro submetem anualmente à Comissão Europeia os respectivos Programas de Estabilidade e Crescimento (PEC), reiterando o compromisso de responsabilidade orçamental assumido no Pacto de Estabilidade e Crescimento. Em Março de 2010, o Governo português actualizou o PEC para o período de 2010 a 2013, apresentando a estratégia de consolidação orçamental de médio prazo. Esta estratégia tem como objectivo reverter a deterioração das contas públicas, que resultou da crise financeira e económica global, e assegurar a sua sustentabilidade. Desta forma, projecta-se que o défice orçamental desça de 9,3 por cento do PIB em 2009 para 2,8 por cento em 2013, um valor inferior a 3 por cento do PIB.

O processo de consolidação deverá iniciar-se de forma moderada em 2010, intensificando-se nos anos seguintes, à medida que a retoma da actividade produz os seus efeitos sobre o orçamento, através dos mecanismos automáticos, permitindo a retirada das medidas de estímulo introduzidas em 2009, e se observam os resultados das medidas definidas no PEC, que se direccionam mais à redução da despesa do que ao aumento da receita.

O cenário macroeconómico subjacente ao Programa é prudente, reflectindo e expectativa de uma melhoria relativamente lenta. Assim, é antecipado para os próximos anos uma recuperação gradual, prevendo-se uma taxa de crescimento real do PIB de 0,7 por cento em 2010, que deverá evoluir para 1,7 por cento em 2013.

Em 2010, a melhoria da actividade económica deverá ser impulsionada pela recuperação da procura externa, com reflexo positivo nas exportações. O consumo privado também deverá evoluir favoravelmente, representando o maior contributo para o crescimento do PIB. Por sua vez, o

PRINCIPAIS HIPÓTESES MACROECONÓMICAS
(taxas de crescimento real, em percentagem)

	2009	2010	2011	2012	2013
PIB	-2,7	0,7	0,9	1,3	1,7
Consumo privado	-0,8	1,0	0,8	0,9	1,0
Consumo público	3,5	-0,9	-1,3	-1,4	0,2
Formação bruta de capital fixo	-11,1	-0,8	1,0	1,6	1,8
Exportação de bens e serviços	-11,4	3,5	4,1	4,5	4,6
Importação de bens e serviços	-9,2	1,7	1,9	1,9	2,0
Crescimento da procura externa relevante	-14,7	1,7	4,5	4,5	4,6
Preço do petróleo (*Brent*, USD/barril)	62,5	76,6	82,0	84,8	86,5
Taxa de juro de curto prazo (média anual)	1,2	1,2	2,4	2,9	3,2
Taxa de juro de longo prazo (média anual)	4,3	4,5	5,1	5,3	5,2
Taxa de câmbio USD/EUR (média anual)	1,39	1,43	1,47	1,46	1,45

Fonte: Ministério das Finanças e da Administração Pública - Programa de Estabilidade e Crescimento 2010-2013, Março 2010.

investimento, apesar da recuperação face a 2009, que reflecte o efeito da melhoria das condições económicas no sector empresarial, deverá registar uma variação real ainda negativa. Neste contexto, a taxa de inflação deverá aumentar para 0,8 por cento em 2010, progredindo para aproximadamente 2 por cento ao longo dos anos seguintes.

Em resultado do contexto macroeconómico acima considerado e das medidas de controlo orçamental programadas, antevê-se a descida do défice orçamental em 1 ponto percentual, para 8,3 por cento do PIB, em 2010. A trajectória de consolidação orçamental deverá acentuar-se nos anos seguintes, projectando-se que o défice orçamental atinja 2,8 por cento do PIB em 2013, um nível que respeita o limite máximo de 3 por cento imposto pelo Tratado da União Europeia.

A redução da despesa deverá contribuir, com maior peso, para o processo de consolidação orçamental, seguindo-se o contributo do aumento da receita. No conjunto de medidas apresentadas para diminuir a despesa, a contenção dos gastos com o pessoal, incluindo prestações sociais, e com a saúde deverão ter um efeito substancial. Adicionalmente, o peso do consumo intermédio no PIB deverá descer, devido à redução das despesas com o funcionamento das Administrações Públicas e com o material militar. Por outro lado, os encargos com juros deverão aumentar até 2012 e estabilizar no ano seguinte, reflectindo quer o comportamento do rácio da dívida pública quer o das taxas de juro. Também as medidas excepcionais criadas de estímulo ao investimento público e de promoção do investimento privado serão retiradas, reduzindo as despesas de capital.

Relativamente à receita, sobressai a recuperação progressiva da receita fiscal devido, por um lado, à melhoria da actividade económica e, por outro, aos efeitos das medidas direccionadas à redução da despesa fiscal, com resultados a partir de 2011. Entre estas encontram-se a definição de um valor

FINANÇAS PÚBLICAS: PROJECÇÕES DE MÉDIO PRAZO
(em percentagem do PIB)

	2009	2010	2011	2012	2013
Despesa total	48,8	48,8	47,7	46,5	45,4
Juros	2,9	3,2	3,8	4,1	4,1
Formação bruta de capital fixo	2,6	2,7	2,3	2,1	2,0
Receita total	39,5	40,5	41,1	41,8	42,6
Saldo global	-9,3	-8,3	-6,6	-4,6	-2,8
Saldo primário	-6,4	-5,1	-2,8	-0,6	1,3
Dívida pública	77,2	86,0	89,4	90,7	89,8
Saldo global estrutural	-8,1	-7,3	-5,6	-3,8	-2,3
Saldo primário estrutural	-5,2	-4,1	-1,8	0,3	1,8

Fonte: Ministério das Finanças e da Administração Pública - *Programa de Estabilidade e Crescimento 2010-2013*, Março 2010

máximo para o montante de benefícios fiscais, a submissão das mais-valias mobiliárias a tributação em sede de IRS e a redução das deduções específicas para pensões superiores a EUR 22 500 por ano.

Considerando os desafios acrescidos à sustentabilidade das finanças públicas, colocados pela crise, o PEC inclui uma análise de longo prazo das variáveis orçamentais. Com as medidas previstas no Programa, e considerando a situação orçamental projectada para 2013, prevê-se que o ajustamento permanente no saldo orçamental primário necessário a garantir que a restrição orçamental intertemporal das Administrações Públicas seja respeitada, é de 1,4 por cento do PIB, um valor inferior em 4,1 pontos percentuais inferior ao estimado pela Comissão Europeia (CE) no Relatório de Sustentabilidade de 2009. O ajustamento orçamental necessário devido ao envelhecimento da população é 0,1 pontos percentuais menor que na estimativa da CE.

Estudo para um Auto-retrato, 1994
Cruzeiro Seixas
196 x 248 cm
Tapeçaria

Mercado de Dívida Pública

49

Área do Euro 50

Evolução das *yields* 50
Emissões na área do euro 52

A Estratégia de Gestão da Dívida Pública Portuguesa em 2009 53

Objectivos estratégicos 53
Estratégia de financiamento 54

O Mercado Primário da Dívida Pública Portuguesa 57

O mercado das obrigações do Tesouro - OT 57
O mercado dos bilhetes do Tesouro - BT 60

O Mercado Secundário da Dívida Pública Portuguesa 62

Diferenciais de taxas de juro *(spreads)* 62
Volume de transacções *(turnover)* 65
Repos de janela 73

Mercado de Dívida Pública

Área do Euro

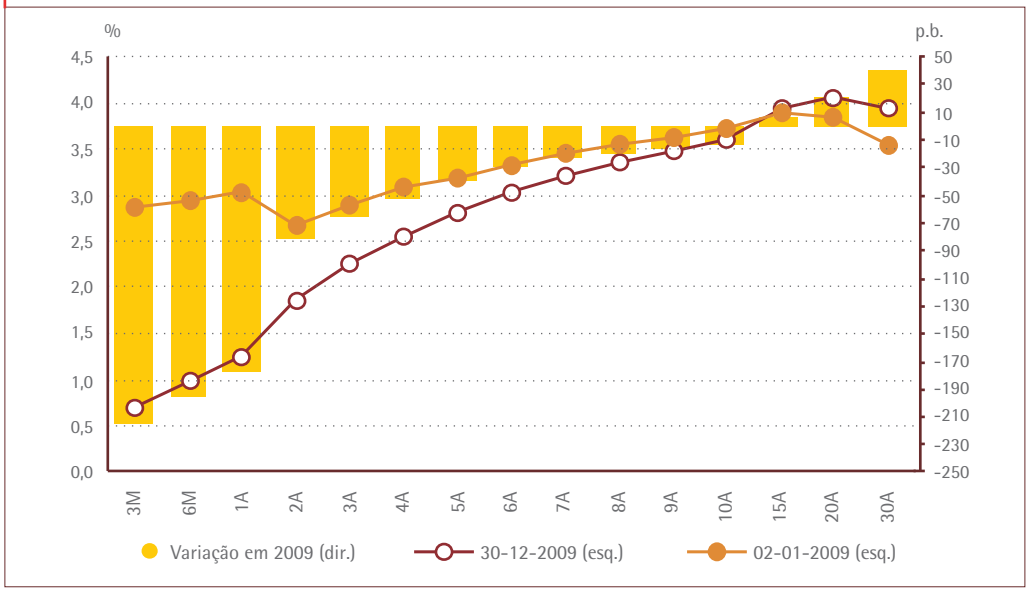
Evolução das *yields*

O ano de 2009 foi marcado pelo impacto pleno sobre a economia real da crise financeira, com impacto significativo nas finanças públicas. Apesar dos receios do início do ano de que o mercado não tivesse capacidade de absorver um tal aumento de oferta de dívida soberana, a verdade é que as emissões acabaram por ser bem sucedidas. O aumento dos prémios de risco e a crescente diferenciação entre soberanos da área do euro colocou novos desafios aos emitentes, e a partir de Dezembro voltaram os receios de incapacidade de financiamento neste espaço, já não de forma generalizada por falta de procura, mas decorrente de situações difíceis em alguns países, em particular a Grécia. O efeito de contágio fez-se sentir em todos os países periféricos da área do euro.

Ao longo do ano, a *yield* do *bund* na maturidade dos 10 anos aumentou 9,1 pontos base, passando de 3,296 por cento em Janeiro para 3,387 por cento em 30 de Dezembro de 2009.

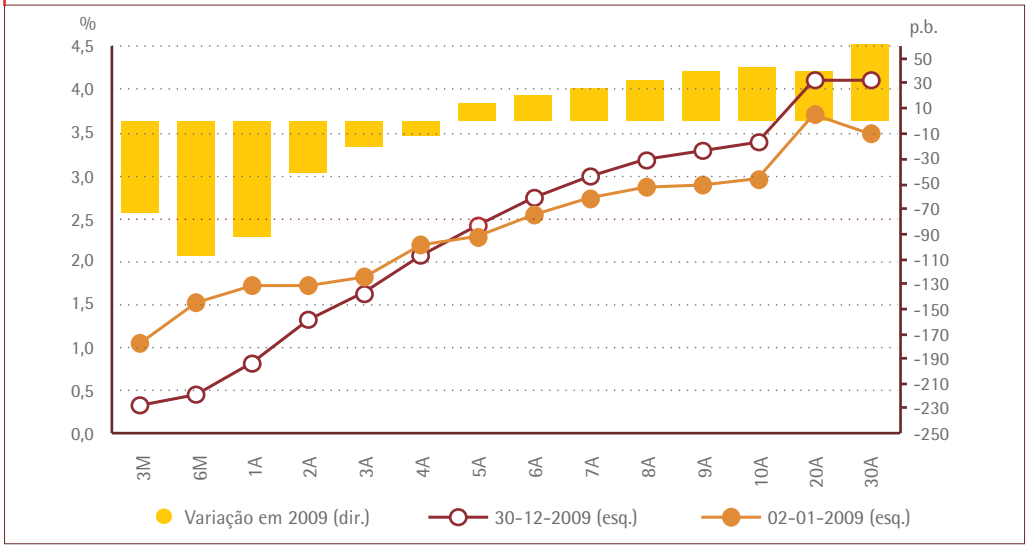
A inclinação da curva *swap* (2-10 anos) do euro passou de 104 pontos base em 2 de Janeiro para 173 pontos base em 30 de Dezembro de 2009. O declive da curva alemã seguiu a mesma tendência e aumentou dos 123 pontos base com que iniciou 2009 para um declive de 206 pontos a 30 de Dezembro. Em comparação, nos EUA, o *spread* do título *benchmark* a 10 anos face ao *benchmark* a 2 anos, iniciou o ano em 113 pontos base e finalizou-o em 260 pontos base.

MOVIMENTO DAS CURVAS DE RENDIMENTO: CURVA *SWAP*



Fonte: *Bloomberg*

MOVIMENTO DAS CURVAS DE RENDIMENTO: *BUND*



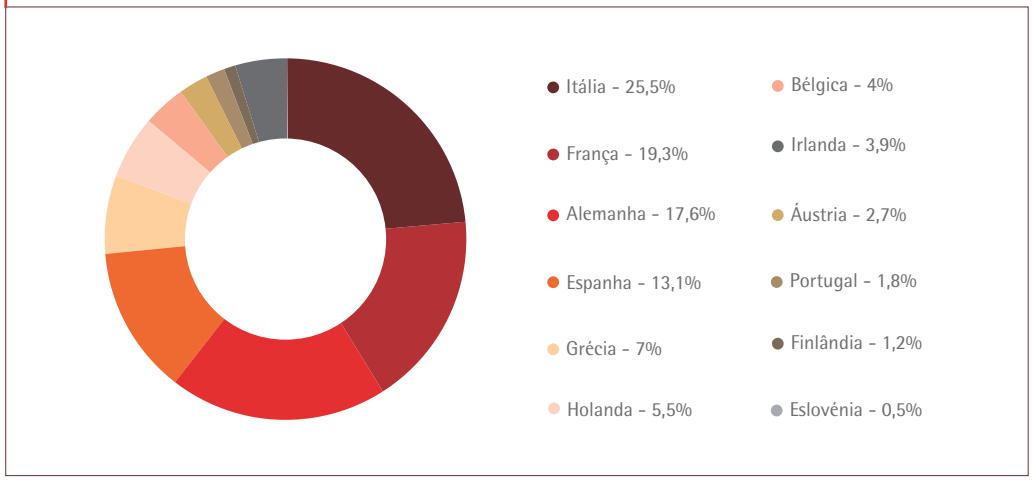
Fonte: *Bloomberg*

Emissões na área do euro

O volume bruto de emissões dos soberanos no mercado obrigacionista do euro ascendeu, em 2009, a cerca de EUR 941,4 mil milhões, contra EUR 654 mil milhões no ano anterior. As emissões obrigacionistas nominais, i.e. excluindo obrigações indexadas à inflação (ILB) e CCT[13] emitidos pela República de Itália, representam cerca de 92,2 por cento desse montante, enquanto a emissão de ILB representa quase 3,6 por cento do total. Três emitentes soberanos da área do euro – Alemanha, Itália e França – foram responsáveis por cerca de 60,4 por cento do mercado obrigacionista (emissões nominais) de dívida soberana, peso inferior ao registado no ano anterior (68 por cento).

Em 2009, do volume bruto de emissões obrigacionistas em euros por parte dos soberanos da área do euro[14], cerca de 1,8 por cento do total foi emitido pela República Portuguesa, um peso ligeiramente inferior ao registado no ano anterior (o qual ascendeu a 2,5 por cento), não obstante se ter assistido a um aumento das necessidades de financiamento.

EMISSÕES DE OBRIGAÇÕES DE DÍVIDA SOBERANA EM EUROS EM 2009



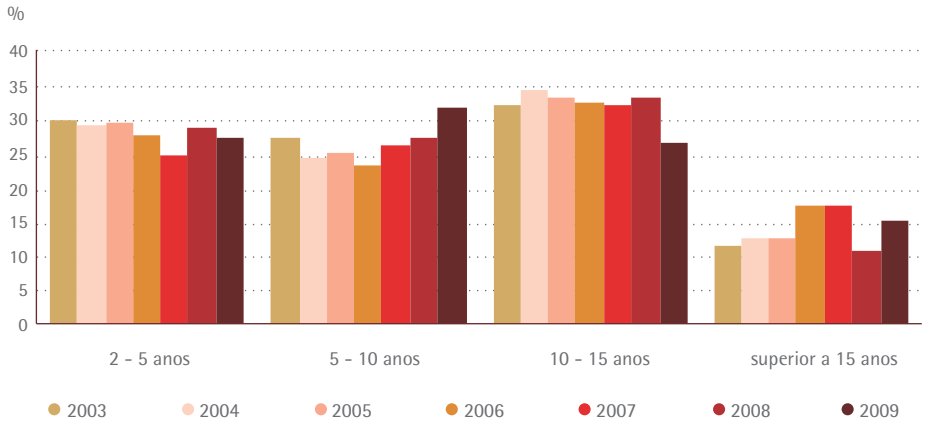
Fontes: IGCP, OEVT

No enquadramento de crise financeira e económica, de crescimento muito significativo das necessidades de financiamento da generalidade dos soberanos, são visíveis diferenças importantes nas estratégias dos emitentes em 2009 por comparação com o ano anterior. As emissões nos *buckets* entre 5 e 10 anos, exclusive, aumentaram o seu peso relativo de 27 por cento para 32 por cento, enquanto que, nos *buckets* mais longos (superior aos 15 anos inclusive), o aumento foi de 11 por cento para 15 por cento.

[13] CCT, i.e., *Certificati di Credito del Tesoro*, títulos a taxa variável com maturidade a 7 anos.

[14] Excluindo emissões de *Inflation Linked Bonds* (ILB) e as emissões de CCT por parte do soberano italiano

EMISSÕES DE OBRIGAÇÕES DOS SOBERANOS DO EURO POR MATURIDADE



Fonte: IGCP, OEVT e *websites* dos emitentes soberanos da área do euro

Em 2009 registou-se um volume de emissões indexadas à inflação ligeiramente inferior (EUR 34,2 mil milhões) ao observado em 2008 (EUR 44 mil milhões). A Alemanha, a França e a Itália continuaram presentes no mercado de obrigações indexadas à inflação, enquanto a Grécia não emitiu neste segmento, contrariamente ao ano anterior.

No que concerne a técnicas de emissão, o peso relativo dos montantes colocados por sindicato nas emissões totais aumentou de 10 por cento em 2008 para quase 19 por cento em 2009.

A Estratégia de Gestão da Dívida Pública Portuguesa em 2009

Objectivos estratégicos

A emissão e gestão da dívida pública continuou em 2009 a subordinar-se aos princípios de rigor e eficiência definidos na Lei Quadro da Dívida (Lei n.º 7/98, de 3 de Fevereiro), assegurando o financiamento requerido pela execução orçamental e prosseguindo os objectivos de minimização de custos directos e indirectos numa perspectiva de longo prazo e a sua distribuição equilibrada pelos vários orçamentos anuais, prevenindo, também, uma excessiva concentração temporal das amortizações e a não exposição a riscos excessivos.

Os objectivos estruturais enunciados na Lei estão traduzidos num conjunto de orientações aprovadas

pelo Governo para a gestão da dívida e das disponibilidades de tesouraria, que definiram uma carteira de referência (*benchmark*) da qual resultam objectivos quantificados para o custo esperado da dívida (líquido do proveito de aplicações) e limites para os riscos que podem ser assumidos.

Com a integração da dívida pública directa com a tesouraria do Estado, cujas diversas fases ocorreram ao longo de 2007, o Programa de Financiamento do ano incluiu como subproduto da estratégia de gestão da dívida pública, duas componentes estratégicas adicionais que resultam dos objectivos da minimização dos custos e limitação dos riscos: uma estratégia de redução dos excedentes de tesouraria e uma estratégia de gestão das aplicações de disponibilidades de tesouraria. Com a redução do saldo de tesouraria procura-se reduzir o aumento do *stock* da dívida pública, e assim o seu custo. A gestão das disponibilidades de tesouraria teve como objectivo maximizar os proveitos das aplicações dos valores remanescentes após a redução da dívida, que resultaram da impossibilidade de obter um *matching* perfeito entre o financiamento e as necessidades de tesouraria, sujeito aos limites de risco estabelecidos.

Os pilares estratégicos essenciais mantiveram-se ao longo de 2009, apesar da deterioração das condições nos mercados financeiros, mais marcada durante o primeiro trimestre do ano, com um alargamento muito significativo dos *spreads* dos países periféricos da área do Euro, incluindo Portugal. No decorrer do resto do ano, no entanto, foi possível recuperar grande parte desse alargamento. Do ponto de vista da procura, todas as colocações de dívida da República Portuguesa encontraram boa receptividade dos investidores. No que respeita à vertente de gestão activa da carteira de dívida, procurou-se por recurso ao mercado de derivados minimizar o custo da dívida e ajustar os riscos da carteira aos objectivos e limites que decorrem das orientações e do *benchmark* aprovados para a gestão. O conflito entre o objectivo de reduzir os saldos de tesouraria e o objectivo de reduzir os riscos de refinanciamento, levou a que se optá-se por acumular saldos de tesouraria significativos nos períodos anteriores a grandes necessidades de financiamento.

Estratégia de financiamento

A gestão da dívida pública portuguesa assenta numa estratégia de financiamento focalizada na construção de uma curva de rendimentos líquida e completa no âmbito do mercado de dívida soberana do euro, fazendo uso das mais avançadas infra-estruturas técnicas nos mercados primário e secundário. Esta estratégia apoia-se na utilização de técnicas de emissão de instrumentos *standard*, numa rede de distribuição internacional constituída por um grupo de intermediários financeiros de reconhecida capacidade de colocação e negociação da dívida portuguesa, num mercado secundário dinamizado por um segmento de negociação por grosso entre especialistas apoiado em regras de cotação obrigatória (MEDIP – Mercado Especial de Dívida Pública), bem como no *marketing* activo da dívida portuguesa junto de investidores finais.

Atendendo às reduzidas necessidades de financiamento da República Portuguesa em termos absolutos, a estratégia de financiamento tem contemplado quase exclusivamente a emissão no mercado do euro, de

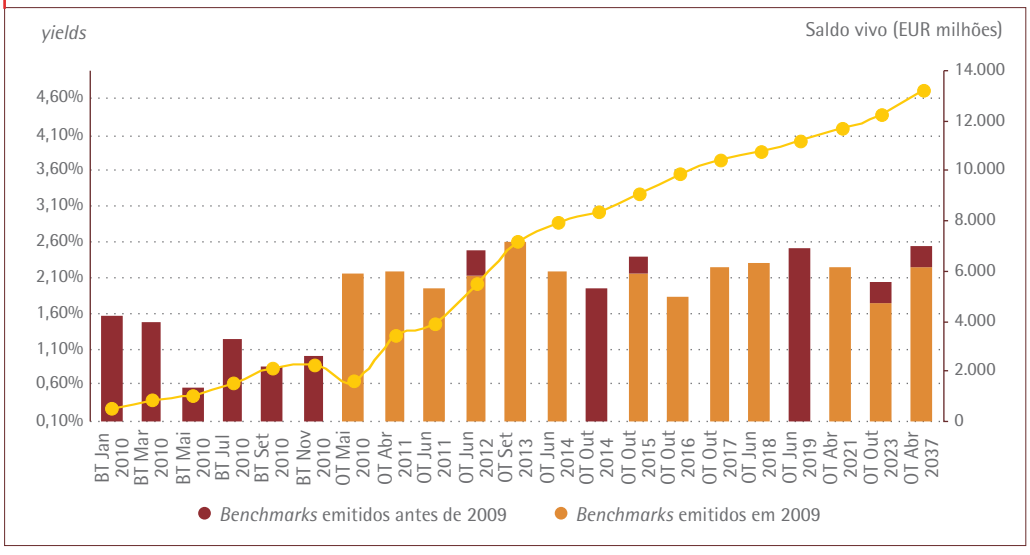
forma a manter uma base de investidores estável e a cumprir os *standards* internacionais de liquidez.

Em 2009, o financiamento voltou a concentrar-se na emissão de OT, apesar do aumento do contributo líquido dos BT para o financiamento da República Portuguesa. Tal como inicialmente previsto, foram lançadas duas novas séries de OT, um novo *benchmark* a 10 anos e um novo *benchmark* a 5 anos. As restantes necessidades de financiamento satisfeitas no mercado de OT foram concretizadas pela reabertura de séries emitidas em anos anteriores.

No que respeita ao financiamento através de BT, no final de 2009 o saldo vivo de BT ascendia a cerca de EUR 17,2 mil milhões, correspondendo a 6 séries vivas.

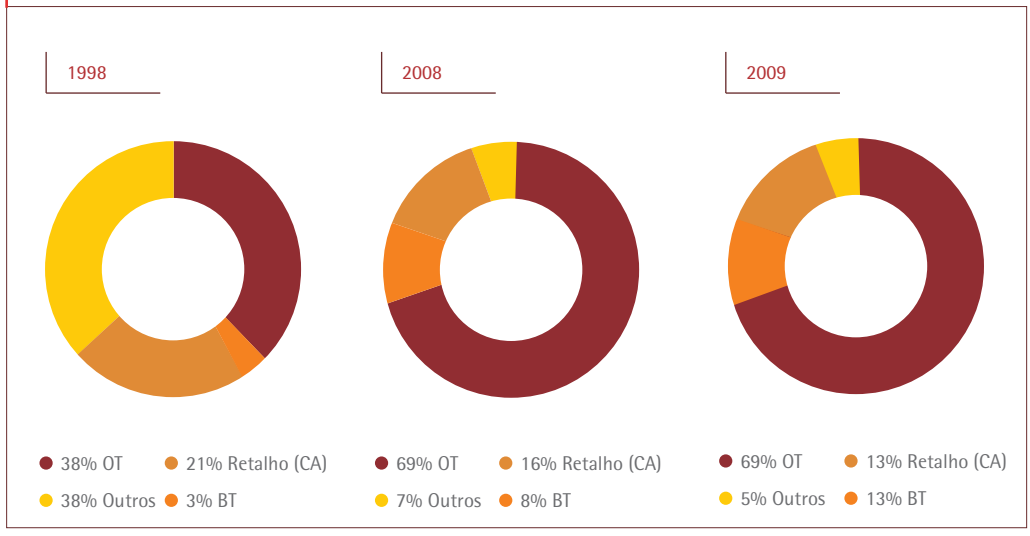
No início de 2009, face às difíceis condições de mercado e às preocupações generalizadas com a capacidade do mercado absorver toda a oferta de emitentes soberanos que se previa, o IGCP decidiu estabelecer um Programa de *Euro Medium Term Notes* (EMTN). O objectivo do Programa é de realizar emissões oportunísticas, com custos inferiores aos correspondentes à curva de OT em mercado secundário, em moeda estrangeira, incluindo *private placements*. Pretende-se assim alargar a base de investidores, com benefícios no custo de financiamento. Ao longo do ano foram realizadas quatro transacções ao abrigo deste programa, cujo montante global equivale a EUR 735,5 milhões.

CURVA DE RENDIMENTOS DA DÍVIDA PÚBLICA PORTUGUESA NO FINAL DE 2009



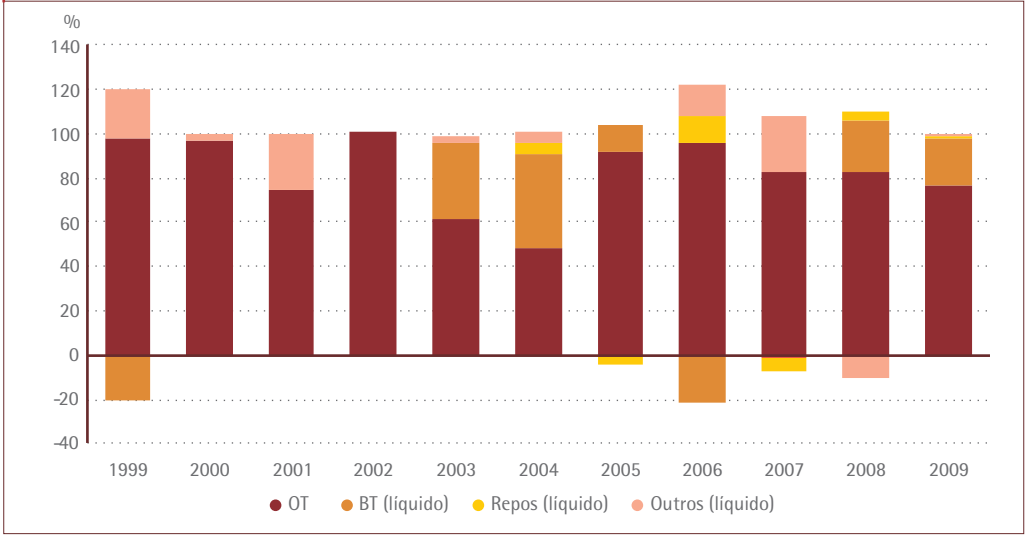
O conjunto dos instrumentos não negociáveis – EMTN, certificados de aforro e CEDIC (Certificado Especial de Dívida de Curto Prazo) – registaram, no seu conjunto, um contributo líquido marginalmente positivo para a satisfação das necessidades de financiamento da República Portuguesa.

ESTRUTURA DO *STOCK* DE DÍVIDA POR TIPO DE INSTRUMENTO



As necessidades intercalares de tesouraria continuaram a ser satisfeitas através de instrumentos de muito curto prazo, nomeadamente pelo recurso ao mercado de reportes, uma opção justificada pelas suas vantagens em termos de custo e de flexibilidade. Foram ainda utilizadas linhas de crédito negociadas com os OEVT (Operadores Especializados em Valores do Tesouro) e realizaram-se operações ao abrigo do programa de papel comercial.

ESTRUTURA DO FINANCIAMENTO POR TIPO DE INSTRUMENTO



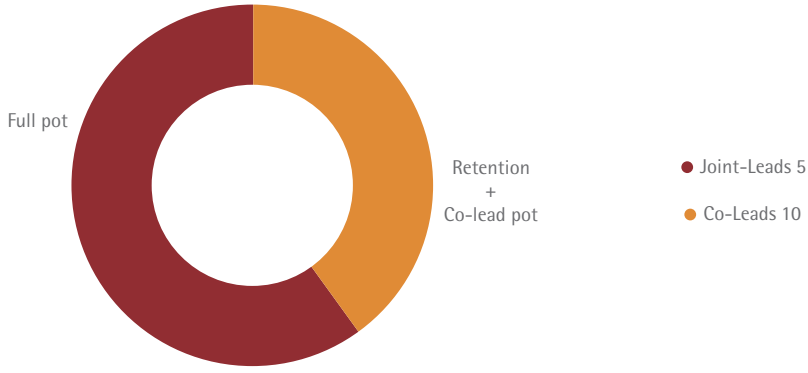
O Mercado Primário da Dívida Pública Portuguesa

No início de 2009 foram divulgadas ao mercado as componentes principais do Programa de Financiamento do Estado para o ano. Em cumprimento das linhas de orientação para o financiamento procurou-se dar prioridade à criação de condições para continuar a aprofundar a curva de rendimentos da República Portuguesa e a aumentar a liquidez e eficiência do mercado das OT. Assim, o programa de emissão de 2009 centrou-se na emissão de duas novas séries de OT nos *buckets* dos 10 e 15 anos e no reforço da liquidez em vários segmentos da curva de rendimentos, com o aumento do *outstanding* de linhas emitidas em anos anteriores.

O mercado das obrigações do Tesouro - OT

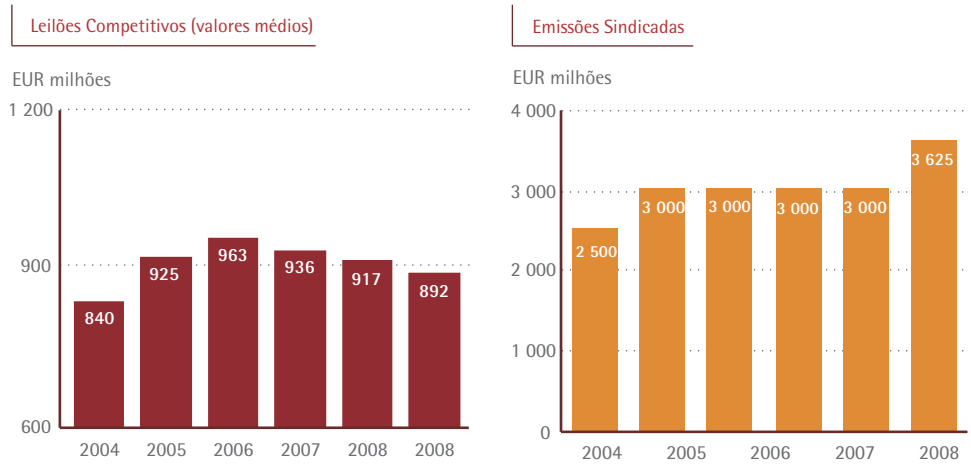
A emissão de OT constituiu a principal fonte de financiamento da República Portuguesa. As novas séries de OT são lançadas através de operações sindicadas e o seu montante é posteriormente incrementado através da realização de leilões de colocação. Estes são realizados por recurso a um sistema electrónico de leilões multi-preço (*Bloomberg Auction System*). Na colocação sindicada é utilizado o sistema de pot no processo de construção do livro de ordens (*book building*), permitindo ao IGCP intervir na escolha dos investidores, seleccionando os de maior qualidade, susceptíveis de assegurar uma boa *performance* das emissões em mercado secundário e, dessa forma, facilitar a colocação das tranches subsequentes através de leilão.

ESTRUTURA DA SINDICAÇÃO 2009



De forma a assegurar o cumprimento dos requisitos de liquidez no mercado do euro, foi fixada como dimensão objectivo para as novas séries de OT um montante mínimo EUR 6 mil milhões. Em 2009, o montante inicial das duas novas séries de OT emitidas foi de EUR 4 mil milhões na OT a 10 anos e de EUR 3,25 mil milhões na OT a 5 anos, em ambos os casos acima do montante inicial habitual de EUR 3 mil milhões, que assegura, desde logo, a negociação em mercado secundário com o estatuto de título *benchmark*, com obrigações de cotação por parte dos *market makers*. No início de 2009, foi comunicado

DIMENSÃO DAS EMISSÕES DE OT



aos OEVT que se consideraria como *outstanding* máximo por série de OT um montante entre EUR 6 e 8 mil milhões, dependendo da procura de mercado percebida sobre cada série viva. As crescentes dificuldades sentidas ao nível do mercado secundário e a necessidade de melhorar a sua liquidez levaram o IGCP a decidir já em 2010 que ao longo dos próximos anos algumas linhas poderão atingir um saldo vivo na ordem dos EUR 10 mil milhões.

No mercado das OT, os OEVT desempenham um papel estratégico enquanto canal de distribuição – têm acesso exclusivo ao mercado primário[15], e preferência na constituição de sindicatos –, fornecedores de preços de referência e liquidez em mercado secundário e de aconselhamento da República Portuguesa na definição e implementação da estratégia de financiamento. Têm também um papel central na promoção e *marketing* da dívida pública portuguesa junto dos investidores finais. No final de 2009, o grupo de OEVT era composto por 15 bancos.

OEVT COM MELHOR DESEMPENHO EM 2009 *

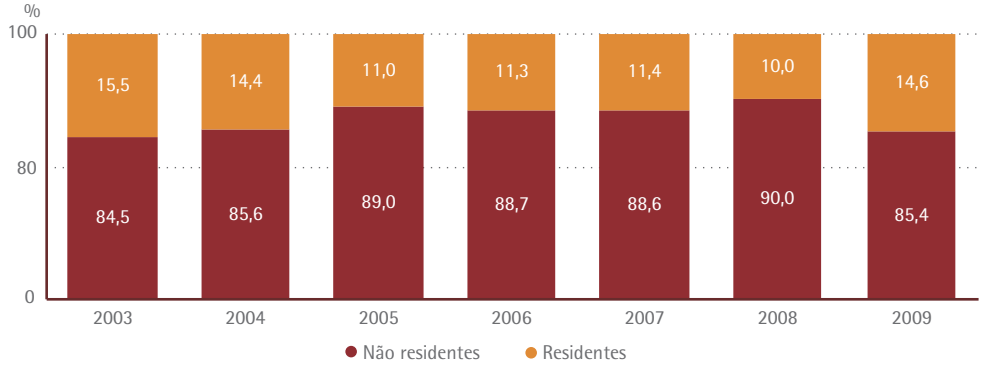
Barclays
Calyon
Banco Espírito Santo
Société Générale
BNP Paribas

* Avaliação com base num indicador de *performance*, que inclui um conjunto de critérios que abrangem as diferentes áreas de actuação dos OEVT no mercado das OT (participação em mercado primário e secundário, nas operações de recompra, assessoria ao IGCP, *marketing* e alargamento da base de investidores.

Em 2009, manteve-se a participação elevada de investidores e instituições financeiras não residentes na colocação de dívida em mercado primário, mas registou-se um maior contributo da base de investidores doméstica, que aumentou a sua participação de cerca de 10 por cento para 14,6 por cento desde o ano passado.

[15] No mercado primário participa também um segundo grupo de intermediários financeiros – os Operadores de Mercado Primário (OMP) –, grupo que, no final de 2009 era composto por 5 bancos: Caixa de Crédito Agrícola Mútuo, *Credit Suisse*, *Dresdner Bank*, Millennium bcp e *Nomura International*. Estas instituições actuam com o objectivo de contribuir para o desenvolvimento do mercado da dívida pública portuguesa, mas não cumprem todos os requisitos exigíveis aos OEVT. A participação no mercado enquanto OMP constitui um primeiro patamar para o acesso ao estatuto de OEVT.

COLOCAÇÃO DE OT (leilões e sindicatos) PELOS OEVT *



* Os montantes tomados por OEVT não residentes em leilões foram usados como *proxy* para os montantes comprados por investidores não residentes.

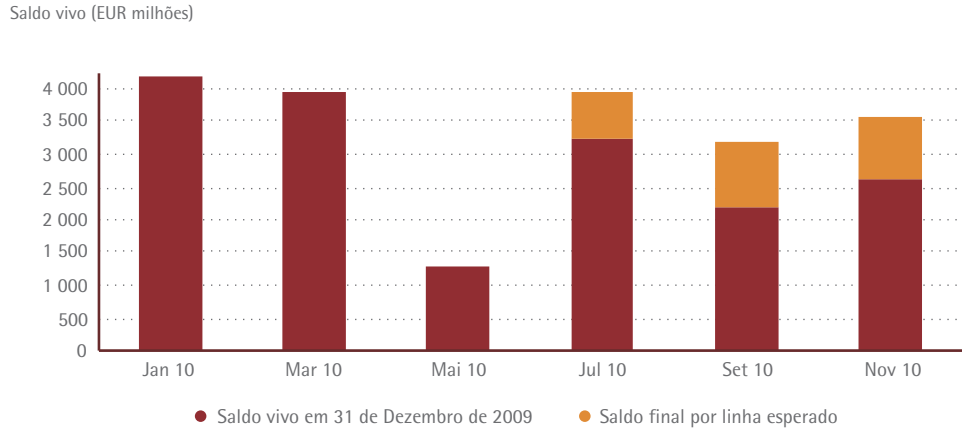
O mercado dos bilhetes do Tesouro - BT

Os BT são colocados através de leilão multi-preço, realizados por recurso ao sistema electrónico *Bloomberg Auction System*, e têm lugar na primeira e terceira quarta-feira de cada mês, seguindo um calendário trimestralmente anunciado ao mercado. Todos os BT têm o estatuto de título *benchmark* no MEDIP, pelo que estão sujeitos a obrigações de cotação[16], assegurando-se, assim, a existência de uma curva líquida de títulos de dívida pública portuguesa também no segmento de curto prazo.

Em 2009 foram lançadas seis novas linhas de BT com maturidade de 12 meses, através da realização de dois leilões consecutivos, tendo as mesmas sido reabertas quando apresentavam uma maturidade residual de 6 e 3 meses e, pontualmente, 9 meses. No final de 2009, o saldo vivo de BT ascendia a EUR 17,2 mil milhões.

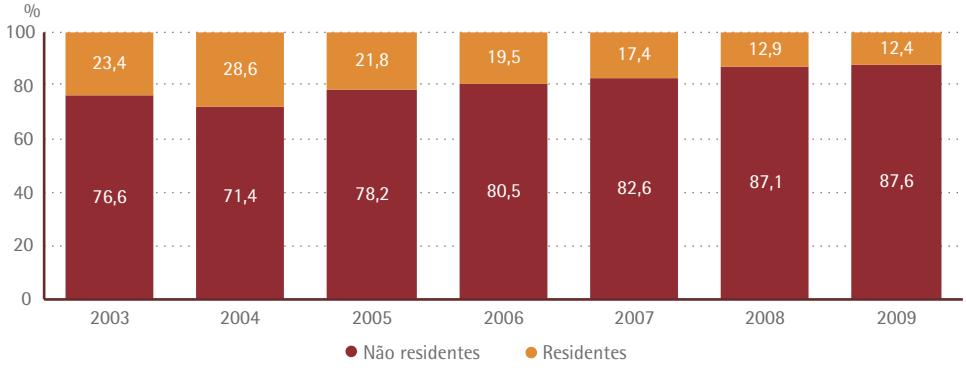
[16] Até atingirem uma maturidade residual inferior a um mês.

CURVA DE BT NO FINAL DE 2009



Tal como no segmento de OT, a proporção de investidores estrangeiros é muito significativa, e tem vindo a aumentar desde 2004.

COLOCAÇÃO DE BILHETES DO TESOURO PELOS EBT *



* Os montantes comprados por EBT não residentes em leilões são usados como *proxy* para os montantes comprados por investidores estrangeiros

O acesso ao mercado primário de BT é dado, em exclusivo, aos bancos com o estatuto de Especialistas em BT (EBT) – grupo criado em 2003 e constituído por um conjunto de intermediários financeiros com comprovada capacidade de colocação, a nível nacional e internacional. Os EBT comprometem-se a assegurar a liquidez em mercado secundário, através da actuação como *market makers* no segmento de BT do MEDIP/MTS Portugal, com as suas ofertas a terem de respeitar os *spreads bid-offer* máximos e quantidades mínimas. Têm ainda um papel determinante na promoção e *marketing* dos BT junto dos investidores.

EBT COM MELHOR DESEMPENHO EM 2009 *

Société Generale
BNP Paribas
Royal Bank of Scotland
HSBC France
Calyon

* Avaliação com base num indicador de *performance*, que inclui um conjunto de critérios que abrangem as diferentes áreas de actuação dos EBT no mercado dos BT, valorizando a sua participação no mercado primário e secundário, assessoria ao IGCP, *marketing* e alargamento da base de investidores.

O Mercado Secundário da Dívida Pública Portuguesa

Diferenciais de taxas de juro *(spreads)*

No final de 2008, após a falência da *Lehman Brothers*, os *spreads* (face à curva *swap*) da generalidade dos soberanos, com excepção da Alemanha, registaram um forte alargamento, nomeadamente devido às garantias que estes concederam aos respectivos sectores financeiros. Esta decisão traduziu-se numa transferência de risco do sector financeiro para os soberanos, e levou à criação de um novo instrumento financeiro (títulos dívida garantida de instituições financeiras), com risco equiparável ao do sector SSA (soberanos, supranacionais e agências), que veio aumentar a oferta num mercado em que a procura estava debilitada devido à falta de liquidez (que foi agravada com a falência da *Lehman Brothers*). Adicionalmente, para o alargamento dos *spreads* contribuiu, também, a expectativa de aumento das emissões de dívida soberana em 2010 (para financiar os défices crescentes e os custos com a ajuda ao sector financeiro) e a forte concentração dessas emissões nos primeiros meses do ano.

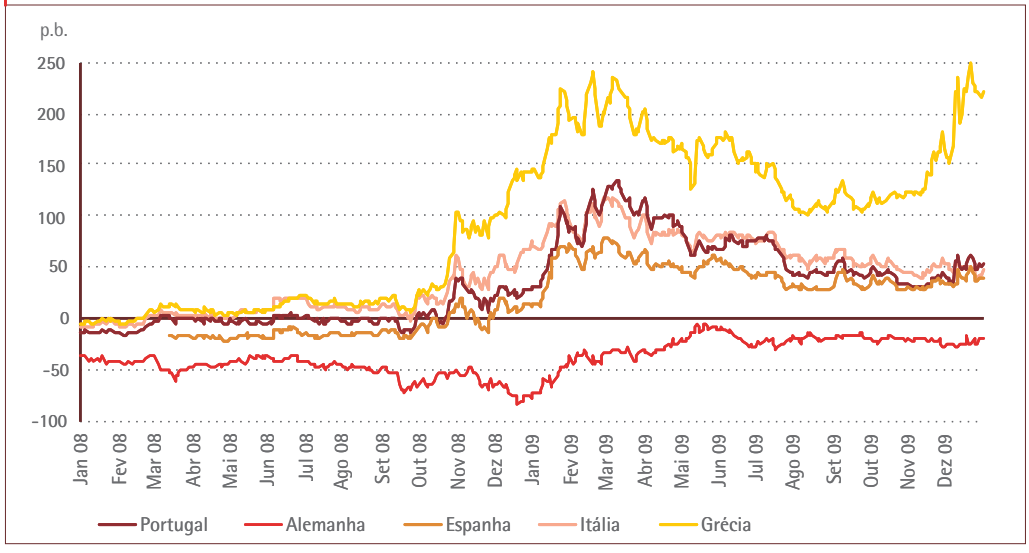
Desta forma, este alargamento prolongou-se no início de 2009, com a confirmação do aumento de emissões soberanas e emissões concorrentes (supranacionais, agências e emissões garantidas), mas também com a revisão dos *ratings* da Grécia, Portugal e Espanha pela *S&P*, que colocou o *rating* da dívida dos 3 países em *credit watch down* no início de Janeiro e que acabou por realizar os *downgrades* ainda nesse mês.

A partir de Março, a tendência de alargamento reverteu, com o anúncio e respectiva execução de medidas extraordinárias de cedência de liquidez por parte do BCE, de que mais se destaca a operação de refinanciamento a um ano realizada em Junho, à taxa de 1 por cento e com alocação total (foram alocados EUR 442,2 mil milhões).

O estreitamento dos *spreads* dos soberanos durou até ao último trimestre do ano. Após as eleições gregas (em Setembro) e consequente alteração de governo, os números do défice de 2008 e 2009 (estimados) foram revistos em alta, afectando a percepção de risco de investidores e agências de *rating*. A dívida da Grécia foi assim alvo de uma sucessão de revisões de *ratings* e de colocações em *credit watch down*, por vezes em simultâneo, pelas agências *Fitch, Moody's* e *S&P*. Desta forma, os *spreads* da dívida deste país começaram a alargar significativamente a partir de Novembro, alargamento esse que se alastrou a outros países em Dezembro, nomeadamente a Portugal e Espanha, também causado pela alteração do *outlook* de estável para negativo por parte da *S&P*, e ampliado pela falta de liquidez característica no último mês do ano.

Na maturidade dos 10 anos, registou-se um alargamento antes da emissão do novo *benchmark* em Fevereiro, pelas razões descritas anteriormente e pela pressão de oferta neste ponto da curva. Após o lançamento, o título manteve-se sobre pressão, em parte resultante da expectativa dos operadores de mercado de o mesmo vir a ser reaberto, até alcançar o limiar mínimo de saldo vivo inicialmente anunciado, de EUR 6 mil milhões. Como tal, após o leilão do início de Julho (quando o *outstanding* superou os EUR 6 mil milhões) o título registou uma *outperformance* face à Itália e à Espanha.

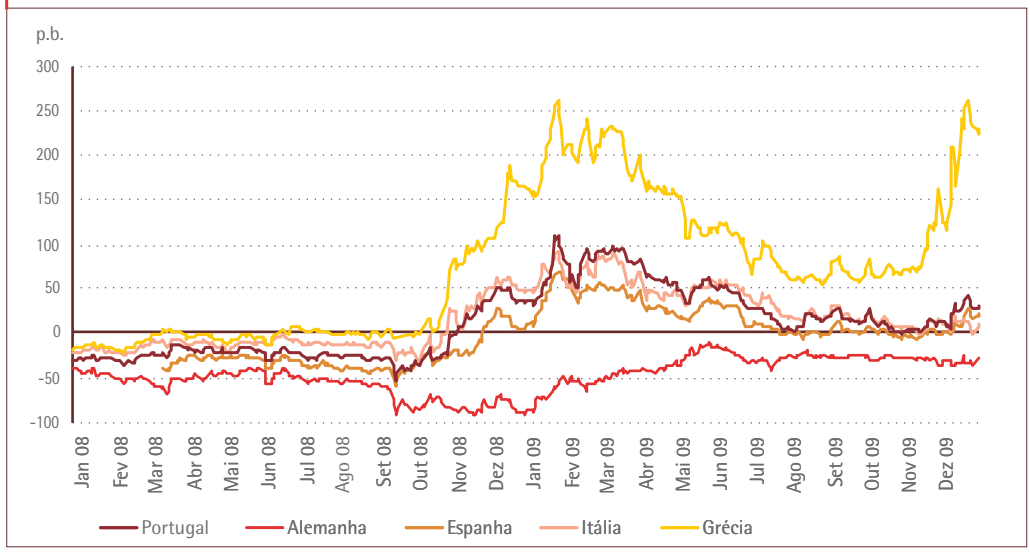
ASSET SWAP SPREADS - MATURIDADE 10 ANOS



Fonte: *MTS, Reuters*, IGCP

No dia 27 de Maio foi emitido o segundo *benchmark* de 2009, na maturidade dos 5 anos, a OT 3,6 % Outubro 2014. Este novo ponto na curva de rendimentos portuguesa manteve durante algum tempo um *spread* superior aos títulos adjacentes (OT Junho de 2014 e OT Outubro de 2015), pela expectativa de reaberturas futuras, tendo apenas registado um *spread* inferior ao título mais longo a partir de Julho.

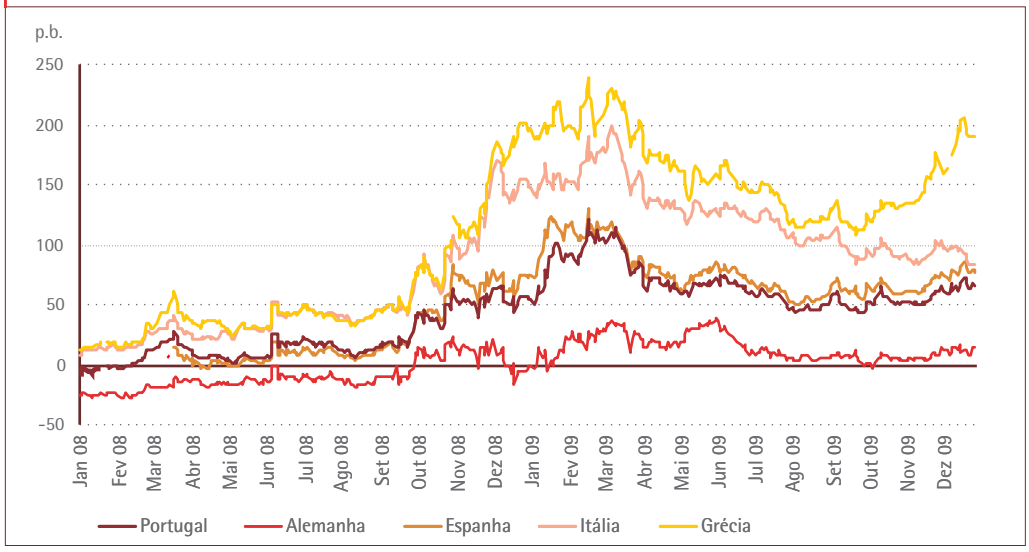
ASSET SWAP SPREADS - MATURIDADE 5 ANOS



Fonte: *MTS, Reuters*, IGCP

No segmento dos 30 anos registou-se igualmente no início do ano um alargamento significativo do *spread* (face à curva *swap*), e posterior estreitamento. No entanto, destaca-se nesta maturidade a posição relativa de Portugal face a outros países, nomeadamente Espanha e Itália, durante todo o ano, o que se deve principalmente à relativa ausência de oferta neste ponto da curva portuguesa.

ASSET SWAP SPREADS - MATURIDADE 30 ANOS



Fonte: *MTS, Reuters,* IGCP

Volume de transacções *(turnover)*

O *turnover* em MEDIP no ano de 2009 registou um aumento face ao observado no segundo semestre de 2008. Com excepção de Dezembro, registou-se uma tendência crescente no *turnover* mensal ao longo do ano, revertendo assim a tendência decrescente no ano de 2008.

As garantias dadas pelos soberanos aos respectivos sectores financeiros, juntamente com as medidas extraordinárias de cedência de liquidez por parte do BCE, vieram diminuir as dificuldades sentidas pelas instituições financeiras em geral no ano de 2008, o que afectou a sua capacidade de desempenhar o papel de *market makers*. Isto é comprovado pelo gradual aumento do *turnover* em plataformas electrónicas, mas também pela progressiva redução dos *bid-offer spreads*.

Em 31 de Dezembro de 2009, o saldo vivo das 14 OT admitidas à negociação no MEDIP com estatuto de *benchmark*, ascendia a EUR 86 mil milhões.

Na mesma data, o saldo vivo do segmento de BT ascendia a cerca de EUR 17,4 mil milhões (seis linhas *outstanding*), que compara com EUR 12,8 mil milhões no final de 2008 (seis linhas *outstanding*).

No MEDIP participa um número alargado de intermediários financeiros nacionais e internacionais que, no final de 2009, ascendia a 29 instituições de crédito. Destacam-se, em particular, os que actuam no mercado com o estatuto de *market maker*, e, de entre estes, os que beneficiam do estatuto de OEVT e de

EBT em mercado primário. No segmento de OT, 18 participantes tinham, no final de 2009, o estatuto de *market maker* e 10 o de *market dealer*. Por seu turno, no segmento de BT, 15 participantes tinham, no final de 2009, o estatuto de *market maker* e 6 o de *market dealer*.

PARTICIPANTES NO SEGMENTO DE OT DO MEDIP/*MTS PORTUGAL* A 31 DE DEZEMBRO DE 2009

Market Makers	*Market Dealers*
Banco Espirito Santo, SA	Caixa Central de Crédito Agrícola Mútuo CECA
Banco Santander Central Hispano	Credit Suisse Securities (Europe) Ltd
Barclays Bank PLC	JP Morgan Securities LTD
Bayerisch Hypo- und Vereinsbank Milan	Landesbank Baden-Wurttemberg
BNP Paribas	Millennium BCP SA
Caixa Banco de Investimento, SACalyon	Mitsubishi UFJ Securities Int. Ltd
Citigroup Global Markets Limited	Natixis
Commerzbank AG	Nomura International
Deutsche Bank AG	West LB
Fortis Bank	
Goldman Sachs International	
HSBC France	
ING Bank NV	
Jefferies International Limited	
Morgan Stanley & Co International	
Royal Bank of Scotland PLC	
Société Générale	

Fonte: *MTS Portugal*

No que diz respeito à negociação em mercado secundário de BT, manteve-se ao longo do ano a tendência iniciada no final de 2008 de redução das taxas de juro dos BT, e do *spread* face à Euribor.

O *turnover* médio diário realizado em OT em MTS Portugal aumentou face ao registado em 2008 (como referido anteriormente), passando de EUR 205,4 milhões para EUR 230 milhões. No segmento de BT, o *turnover* registado em MEDIP foi também superior ao realizado em 2008, passando de uma média diária de EUR 52,1 milhões para EUR 58,5 milhões.

Considerando os dois segmentos de mercado – de OT e de BT –, o volume total de negociação no MEDIP cifrou-se em EUR 88,1 mil milhões em 2009, o que representa um aumento de cerca de 35 por cento face ao volume de negociação registado em 2008. Este volume correspondeu a uma média diária de EUR 347 milhões e que compara com EUR 257,5 milhões registados em 2008.

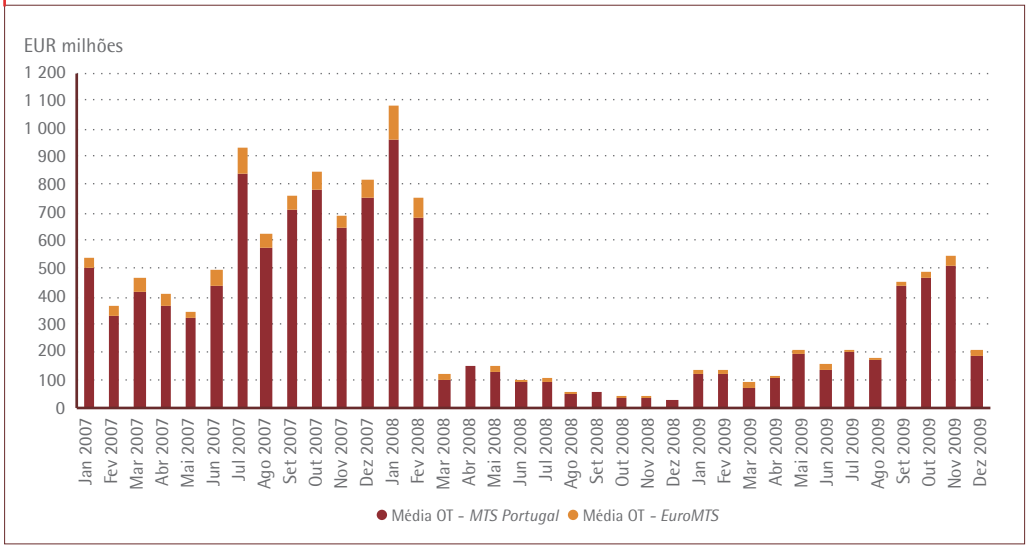
PARTICIPANTES NO SEGMENTO DE BT DO MEDIP/*MTS PORTUGAL* A 31 DE DEZEMBRO DE 2009

Market Makers	*Market Dealers*
Banco Espirito Santo, SA	Caixa Central de Crédito Agrícola Mútuo
Banco Santander Central Hispano	Fortis Bank
BNP Paribas	ING Bank NV
Caixa Geral de Depositos, SA	Landesbank Baden-Wurttemberg
Calyon	Morgan Stanley & Co International
Citigroup Global Markets Limited	Nomura International
Commerzbank AG	
Deutsche Bank AG	
Goldman Sachs International	
HSBC France	
Jefferies International Limited	
Millennium BCP SA	
Natixis	
Royal Bank of Scotland PLC	
Société Générale	

Fonte: *MTS Portugal*

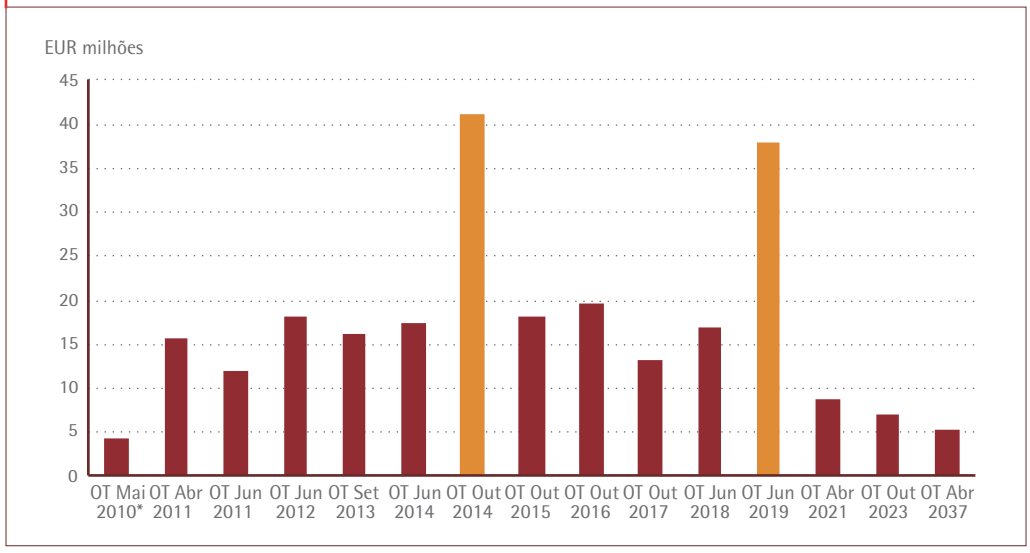
O mês de Novembro foi o que registou um *turnover* mensal superior, de EUR 13,2 mil milhões, que correspondeu a uma negociação média diária de EUR 630,8 milhões.

VOLUME DE NEGOCIAÇÃO MÉDIO DIÁRIO DE OT NO MEDIP E NO *EUROMTS*



Fonte: *MTS Portugal* e *EuroMTS*

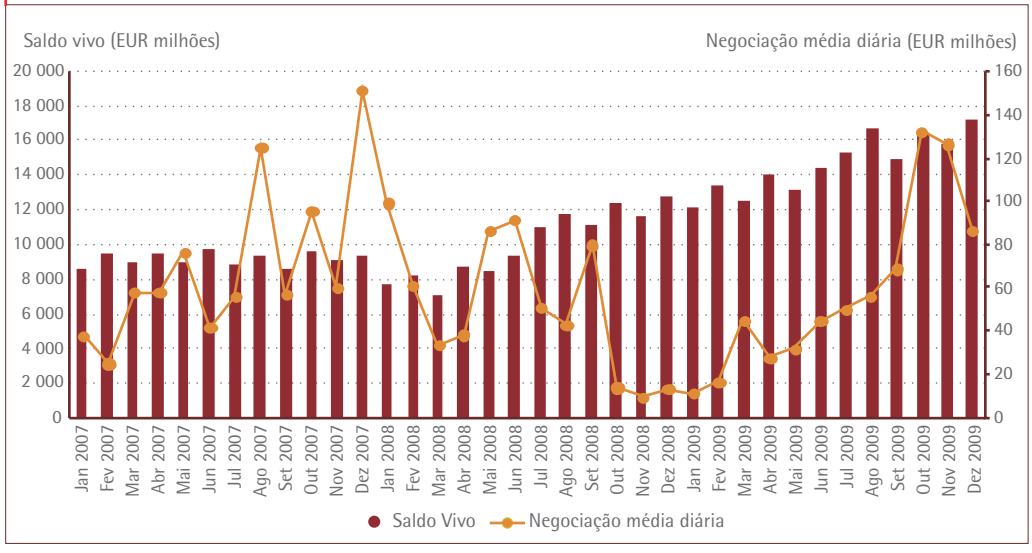
VOLUME DE NEGOCIAÇÃO MÉDIO DIÁRIO NO MEDIP EM 2009 POR OT *BENCHMARK*



* Título que deixou de estar sujeito a obrigações de cotação a partir de Julho 2008.

Fonte: *MTS Portugal*

VOLUME DE NEGOCIAÇÃO MÉDIO DIÁRIO E SALDO VIVO DE BT

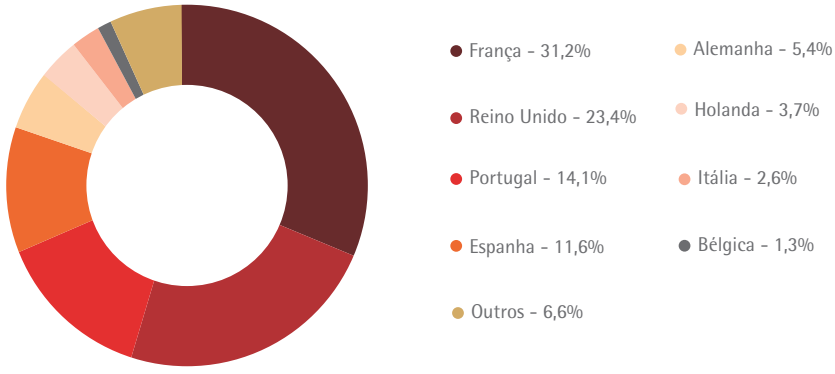


Fonte: *MTS Portugal* e IGCP

A negociação no mercado à vista é suportada por um mercado de operações de reporte líquido e por uma janela de operações de reporte de última instância disponibilizada pelo IGCP a todos os *market makers* do MEDIP. A negociação por grosso de operações de *repos* sobre OT nas plataformas electrónicas *BrokerTec* e *EuroMTS* atingiu um volume médio diário de EUR 3420,6 milhões, o que representa um incremento de 13,7 por cento face a 2008. O volume médio diário atingido nas plataformas de negociação de *repos* sobre OT representou quase 14,9 vezes o *turnover* médio diário observado no MEDIP, o que compara com um rácio de cerca de 14,7 para 2008.

À semelhança de anos anteriores, voltou a destacar-se a participação de investidores internacionais no mercado secundário de dívida pública. De acordo com a informação reportada mensalmente pelos OEVT e EBT[17] sobre transacções realizadas em mercado secundário, cerca de 86 por cento das transacções em OT e 89 por cento das transacções em BT foram realizadas por investidores não residentes.

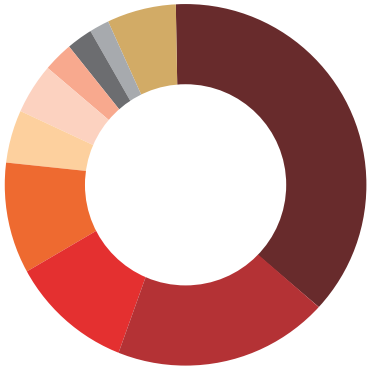
DISTRIBUIÇÃO GEOGRÁFICA DO *TURNOVER* DE OT EM MERCADO SECUNDÁRIO EM 2009



Fonte: OEVT (Janeiro a Outubro 2009)

[17] No formato harmonizado adoptado na UE desde Janeiro de 2006.

DISTRIBUIÇÃO GEOGRÁFICA DO *TURNOVER* DE BT EM MERCADO SECUNDÁRIO EM 2009



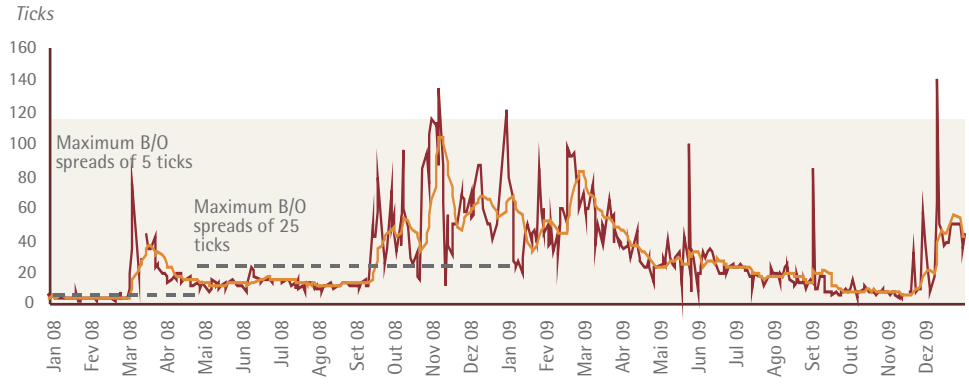
Fonte: OEVT

O funcionamento do MEDIP assenta nas características *quote driven* deste mercado, onde os *market makers* se comprometem a cotar firme, para quantidades mínimas, *spreads bid-offer* máximos e durante um mínimo de cinco horas diárias. Desde o seu arranque em 2000, assistiu-se progressivamente a um estreitamento dos *spreads* máximos de cotação e um alargamento das quantidades mínimas por parte dos *market makers*, o que reflectia o aprofundamento da eficiência e liquidez neste segmento. A partir de meados do ano de 2007, a redução das condições de liquidez deu origem a uma degradação significativa da observação da *compliance* por parte dos operadores do MEDIP, nomeadamente em termos de número de horas de cotação (que em alguns dias se aproximaram de zero por parte de várias instituições) e do alargamento dos *bid-offer spreads*.

Apesar do alargamento dos *bid-offer spreads* máximos em Maio de 2008, com aumentos muito significativos para todos os *buckets*, a partir de meados de Setembro foi manifestamente impossível à generalidade dos *market makers* respeitar esses limites, e houve mesmo vários dias em que se registaram períodos de ausência de cotações em MEDIP para uma parte ou para todos os títulos. Assim, foram implementadas no início de 2009 novas regras de mercado que avaliam a *compliance* em função do comportamento da média dos *market makers*. O *bid-offer spread* máximo é definido como 50 por cento acima da média, e mantém-se a obrigação absoluta de apresentar cotações num mínimo de 5 horas diárias. Deixou, assim, de haver *bid-offer spreads* máximos absolutos e pré-definidos.

Após a introdução destas novas regras de mercado, verificou-se um estreitamento gradual dos *bid-offer spreads* observados no MEDIP (particularmente visível nos prazos mais longos), e mais importante, os períodos de ausência de cotações em MEDIP deixaram de ser frequentes.

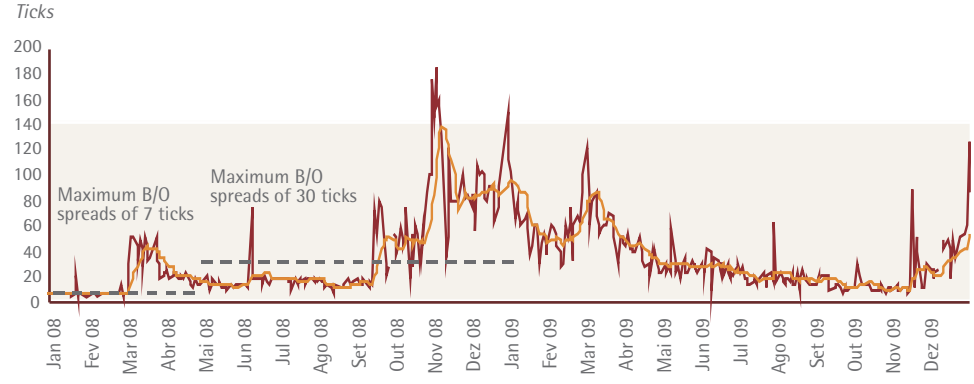
SPREAD BID-OFFER OBSERVADO NO MEDIP - OT 5 ANOS



Fonte: *MTS Portugal*

Nota: Elaborado com base na informação sobre o melhor preço de venda (*best ask*) e o melhor preço de compra (*best bid*) observados diariamente no MEDIP/*MTS Portugal*. A linha mais clara representa a média móvel de 10 dias.

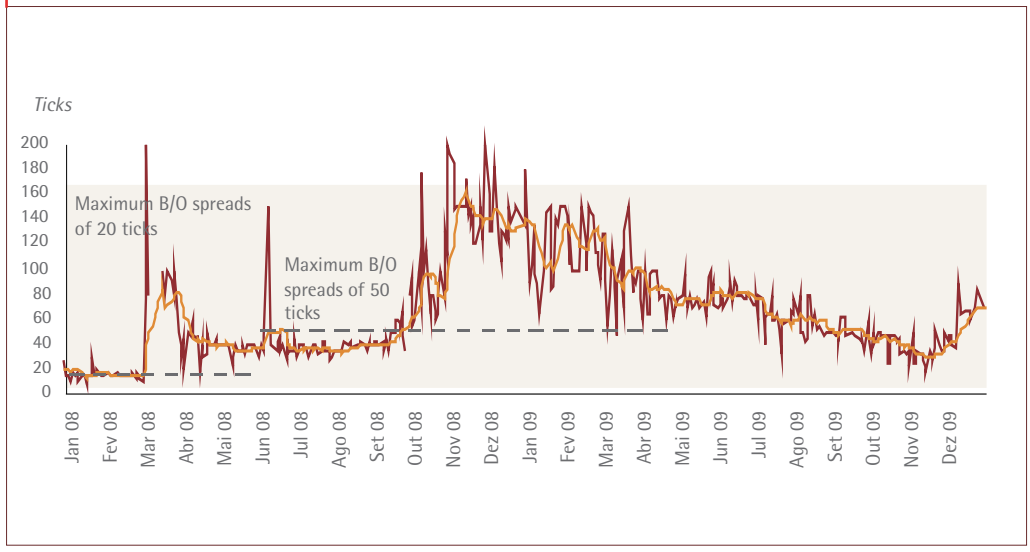
SPREAD BID-OFFER OBSERVADO NO MEDIP - OT 10 ANOS



Fonte: *MTS Portugal*

Nota: Elaborado com base na informação sobre o melhor preço de venda (*best ask*) e o melhor preço de compra (*best bid*) observados diariamente no MEDIP/*MTS Portugal*. A linha mais clara representa a média móvel de 10 dias.

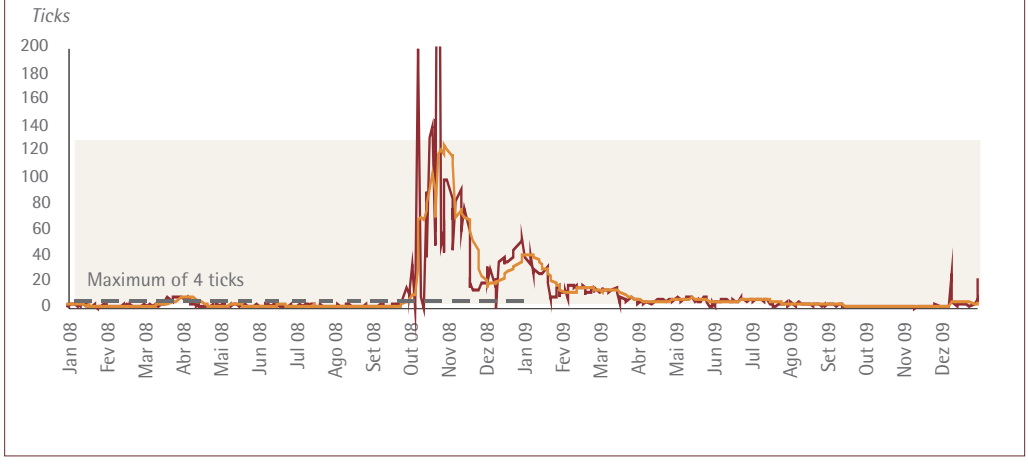
SPREAD BID-OFFER OBSERVADO NO MEDIP - OT 30 ANOS



Fonte: *MTS Portugal*

Nota: Elaborado com base na informação sobre o melhor preço de venda (*best ask*) e o melhor preço de compra (*best bid*) observados diariamente no MEDIP/*MTS Portugal*. A linha mais clara representa a média móvel de 10 dias.

SPREAD BID-OFFER OBSERVADO NO MEDIP - BT 1 ANO



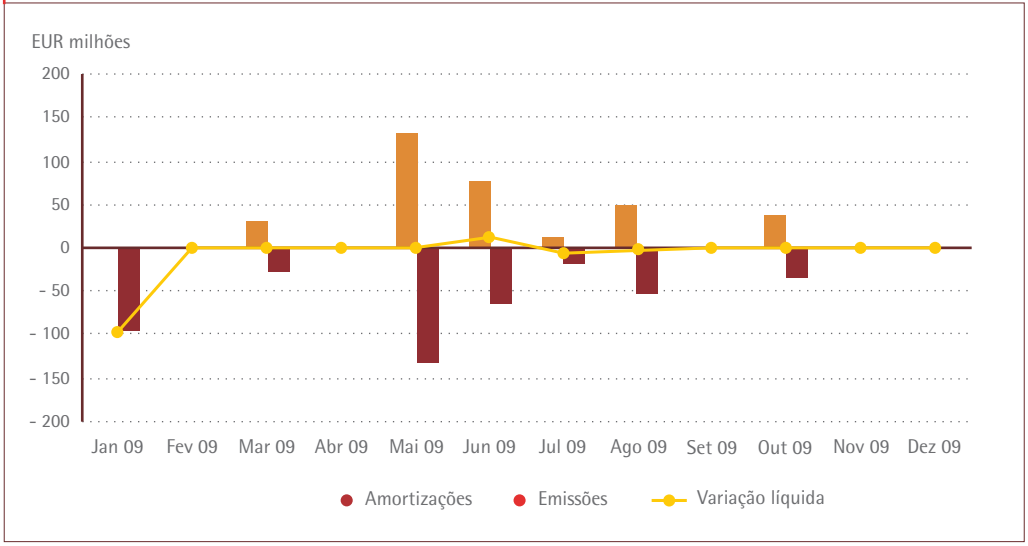
Fonte: *MTS Portugal*

Nota: Elaborado com base na informação sobre o melhor preço de venda (*best ask*) e o melhor preço de compra (*best bid*) observados diariamente no MEDIP/*MTS Portugal*. A linha mais clara representa a média móvel de 10 dias.

Repos de Janela

A janela de último recurso para operações de reportes com OT foi criada pelo IGCP em 2000 com o arranque do MEDIP e a janela de BT em 2003, com o lançamento do programa de emissões de BT. O seu objectivo é ajudar os *Primary Dealers* a cumprirem as obrigações de *market making* em MEDIP. Em 2009, foram realizadas operações que totalizaram cerca de EUR 335 milhões (equivalentes a um valor nominal de colateral entregue de cerca de EUR 337 milhões), sobre BT.

REPOS DE JANELA



Menina, 1994
Júlio Pomar
73 cm x 50 cm
Óleo sobre tela

Financiamento, Aplicações e Operações de Gestão Activa

75

Programa de Financiamento 76

Necessidades de Financiamento 77

Programa de Recompra de Dívida 78

Financiamento Efectuado 78

Emissão de obrigações do Tesouro 80
Programa EMTN 84
Emissão de bilhetes do Tesouro 84
Operações de reporte (*repos*) de financiamento 87
Emissão de CEDIC 87
Emissão de certificados de aforro 88
Linhas de Crédito (*stand-by facilities*) 89
Papel Comercial 89

Operações Efectuadas no Âmbito da Facilidade de Reportes 90

Operações de Gestão Activa da Dívida 91

Aplicações de Disponibilidades de Tesouraria 92

Caixa - A crise financeira internacional e a procura por dívida pública 94

Financiamento, Aplicações e Operações de Gestão Activa

Programa de Financiamento

Tendo por base os pressupostos que resultavam do Orçamento do Estado para 2009, nomeadamente uma previsão de necessidades líquidas de financiamento (NLF) de EUR 15,9 mil milhões, o Programa de Financiamento do Estado para 2009, aprovado em Janeiro de 2009 estimava que o montante total de financiamento a obter no ano civil de 2009 se deveria situar entre EUR 14 e EUR 16 mil milhões. O programa, anunciado ao mercado em Janeiro de 2009, previa nas suas linhas gerais:

- Emissão bruta de OT entre EUR 11 a 13 mil milhões, através da abertura de uma ou duas novas séries de OT e reabertura de OT emitidas em anos anteriores. O lançamento das novas séries de OT far-se-ia com montante inicial não inferior a EUR 3 mil milhões e seriam posteriormente reabertas através de leilão até atingirem um montante não inferior a EUR 5 mil milhões. Em complemento do lançamento de novas séries e de reaberturas ao longo do ano, poderiam ser também reabertas outras séries emitidas em anos anteriores com o objectivo de aumentar a sua dimensão e liquidez, podendo o seu montante máximo vir a situar-se entre EUR 6 a 8 mil milhões.

- Emissão líquida de BT no montante entre EUR 2 e 4 mil milhões em 2009, através da abertura de 6 novas linhas com vencimento em Janeiro, Março, Maio, Julho, Setembro e Novembro de 2010, e leilões de reabertura dessas linhas nos prazos dos 6 e 3 meses.

- Recorrer ao financiamento de muito curto prazo, quer através da contratação de operações de reporte, quer através de linhas de crédito ou da emissão de papel comercial, de forma a aumentar a flexibilidade do programa de financiamento face a flutuações das necessidades de tesouraria. Previa-se também a possibilidade de reactivação do Programa de *Euro Medium Term Notes (EMTN)*.

- Prosseguir com o programa de recompra de dívida, com o objectivo principal de reduzir o risco de refinanciamento.

Necessidades de Financiamento

De acordo com os dados disponíveis, a execução orçamental resultou em necessidades de financiamento do Estado, no ano civil de 2009, de EUR 20,6 mil milhões, satisfeitas pela emissão bruta de instrumentos de médio e longo prazo e pelo financiamento líquido de curto prazo.

NECESSIDADES DE FINANCIAMENTO
(EUR milhões)

	2008	2009[E]
1. Necessidades líquidas decorrentes da execução do Orçamento	**5 514**	**15 862**
Défice orçamental	5 206	13 785
Variação líquida de activos financeiros	778	1 077
Recapitalização do sistema bancário	0	1 000
Receitas de privatizações afectas à amortização de dívida (-)	470	0
2. Amortização de dívida de médio e longo prazo	**10 095**	**6 044**
OT	8 896	5 844
Outros empréstimos	1 199	200
Por memória: amortização de dívida vincenda em anos posteriores	*303*	*140*
3. Necessidades de financiamento do Orçamento (1+2)	**15 609**	**21 905**
Por memória: necessidades de financiamento a satisfazer no ano civil	*16 161*	*20 593,5*

Programa de Recompra de Dívida

O programa de recompras de dívida prosseguiu em 2009 com o objectivo principal de redução do risco de refinanciamento. Desde 2004 que se começaram a vencer as séries de OT emitidas já de acordo com a dimensão mínima característica de um título *benchmark* no mercado soberano da área do euro: EUR 5 mil milhões. O programa de recompras tem, assim, vindo a integrar estes títulos a partir do momento em que atingem a maturidade residual de 12 meses, coincidindo com a suspensão das regras de cotação obrigatória em MEDIP/MTS Portugal ou aquando da alteração do seu estatuto de título "líquido" para "regular" em mercado secundário.

Durante o ano de 2009 realizaram-se apenas dois leilões de recompra no valor nominal total de EUR 177 milhões, que incidiram um sobre a OT 3,95 % Julho 2009, cujo saldo vivo no final de 2008 era de EUR 5 697 mil milhões, e outro sobre a OT 5,85 % Maio de 2010, cujo saldo vivo era de EUR 6 047 mil milhões em igual período.

Financiamento Efectuado

A emissão bruta de dívida de médio e longo prazo e o financiamento líquido de curto prazo ascenderam no ano de 2009 a EUR 20,6 mil milhões. Cerca de EUR 20 mil milhões corresponderam a emissões de OT e ao financiamento líquido de BT, sendo o contributo líquido das restantes fontes de financiamento de curto prazo, CEDIC, *repos* de financiamento, papel comercial, CA e *Stand-by-facility* de EUR 0,6 mil milhões.

EMISSÃO DE MÉDIO E LONGO PRAZO E FINANCIAMENTO LÍQUIDO DE CURTO PRAZO *

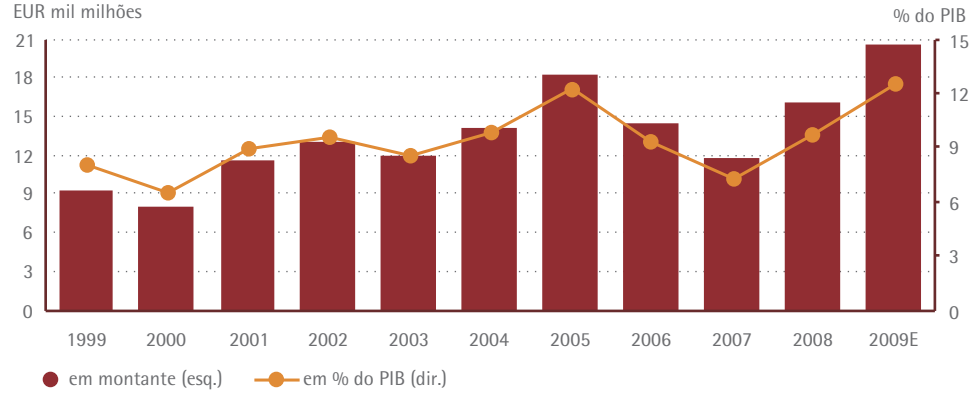
(EUR milhões)

	2008		2009	
	Montante	Estrutura	Montante	Estrutura
Emissões em euro	**15 851,9**	**98,1%**	**20 258,3**	**98,4%**
Médio e longo prazo (bruto)	**13 382,0**	**82,8%**	**15 595,9**	**75,7%**
Obrigações do Tesouro - taxa fixa	13 382,0	82,8%	15 595,9	75,7%
< 5 anos	0,0	0,0%	1 000,0	4,9%
5 anos	11 16,2	6,9%	5 317,3	25,8%
>= 10 anos	12 265,8	75,9%	9 278,6	45,1%
Curto prazo (líquido)	**2 469,9**	**15,3%**	**4 662,3**	**22,6%**
Bilhetes do Tesouro	3 772,7	23,3%	4 414,5	21,4%
CEDIC	11,4	0,1%	-396,6	-1,9%
Certificados de Aforro	-852,2	-5,3%	-326,7	-1,6%
Repos de Financiamento + ECP	688,4	4,3%	235,6	1,1%
Outras fontes de financiamento (*Stand-by facility*)	-1 150,3	-7,1%	735,5	3,6%
Valorização (+/- valias) **	-10,7	-0,1%	165,2	0,8%
Swaps (capital)	319,8	2,0%	170,0	0,8%
Total	**16 161,0**	**100,0%**	**20 593,5**	**100,0%**

* Ao valor nominal (valor descontado para BT e CEDIC). Não inclui promissórias.

** Diferença entre valor nominal e valor de colocação dos titulos.

EVOLUÇÃO DOS VOLUMES DE FINANCIAMENTO ANUAIS *



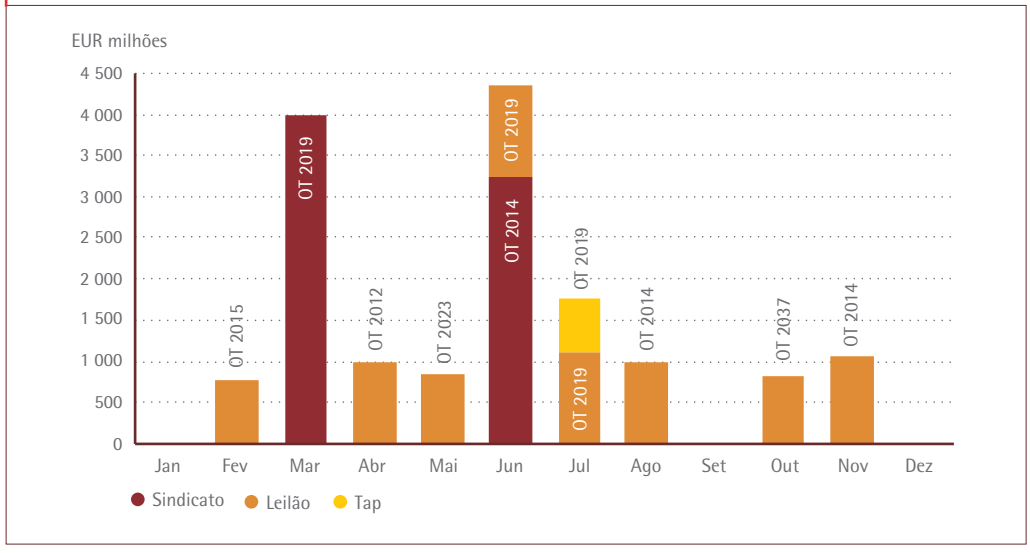
* Emissão bruta de dívida de médio e longo prazo e financiamento líquido de curto prazo.

Emissão de obrigações do Tesouro

O programa de emissão de OT para 2009 previa a emissão de um montante total entre EUR 11 a 13 mil milhões, e tinha como principais componentes o lançamento de duas novas séries de OT e a reabertura de outras OT emitidas em anos anteriores.

A emissão regular de títulos *benchmark* no segmento dos 10 anos é um elemento essencial para assegurar a manutenção de uma curva de rendimentos líquida, sendo este o prazo de referência do mercado de capitais da área do euro. Face à opção de iniciar a implementação do programa de financiamento do ano de 2009 com a emissão de uma nova OT neste segmento da curva procedeu-se, no mês de Fevereiro, ao respectivo lançamento, através de sindicato bancário, no montante de EUR 4 mil milhões – a OT 4,75 % Junho 2019. Posteriormente, o título foi reaberto através de 3 leilões, um em Junho e dois em Julho (um dos quais correspondeu a um *tap* extraordinário), tendo atingido no final do ano um saldo vivo de cerca de EUR 6,9 mil milhões.

EMISSÕES DE OT EM 2009



Para a segunda série emitida em 2009, optou-se pela maturidade dos 5 anos, e, no final de Maio foi emitida a OT 3,60 % Outubro 2014 no montante de EUR 3,25 mil milhões. O título foi reaberto em dois leilões realizados em Agosto e em Novembro, respectivamente. Em 31 de Dezembro de 2009, o saldo vivo da OT 3,6 % Outubro 2014 ascendia a EUR 5,3 mil milhões.

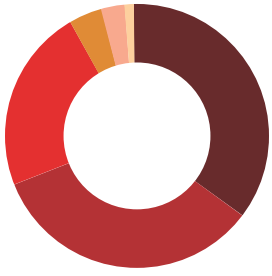
Dando seguimento à estratégia que tem vindo a ser seguida nos últimos anos, ambas as novas séries de OT foram lançadas através de sindicatos bancários constituídos por todos os OEVT (Operadores Especializados de Valores do Tesouro).

Um montante inicial não inferior a EUR 3 mil milhões e o compromisso por parte do IGCP do seu incremento até um montante não inferior a EUR 5 mil milhões num horizonte temporal de 6 meses permitiu que as novas séries de OT fossem negociadas, desde o momento do seu lançamento, com obrigações de cotação nas principais plataformas de negociação electrónicas *business-to-business* (B2B) e *business-to-customer (B2C)*.

COLOCAÇÕES SINDICADAS EM 2009

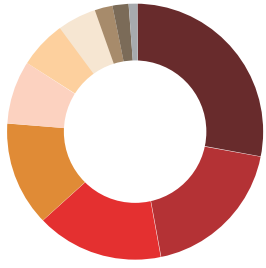
OT 4,75 % Junho 2019
Montante colocado: EUR 4 mil milhões
Pricing
+ 177.7 p.b. sobre DBR 3.75 % Janeiro 2019 *mid swap* + 135 p.b. Negociado no *grey market* do MEDIP/*MTS Portugal* com obrigações de cotação logo após o lançamento. Incluído, de imediato, na janela de reportes de último recurso do IGCP
Estrutura do sindicato
85 % tomado por 5 *joint-leaders* em sistema de pot 15 % tomado por 10 *co-leads*, através de *co-lead pot* complementado com retenção
Joint Lead Managers
Barclays, BES, BNP Paribas, Calyon, e Société Générale
Co-Lead Managers
Restantes 10 OEVT

Distribuição por tipo de investidor



- 35% Gestores de Fundos
- 34% Bancos
- 23% Fundos de Pensões e Seguradoras
- 4% *Hedge Funds*
- 3% Bancos Centrais
- 1% Outros

Distribuição geográfica

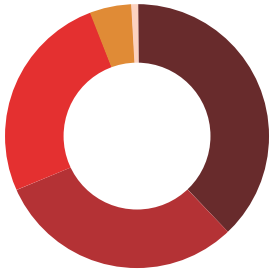


- 28% Reino Unido/Irlanda
- 19% França
- 16% Alemanha/Áustria
- 13% Portugal
- 8% Espanha
- 6% Nórdicos
- 5% Benelux
- 2% Itália
- 2% Outros
- 1% Suiça

COLOCAÇÕES SINDICADAS EM 2009

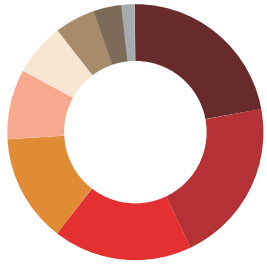
OT 3,60 % Outubro 2014
Montante colocado: EUR 3.25 mil milhões
Pricing
+ 84.7 p.b. sobre DBR 4.25 % Julho 2014 *mid swap* + 67 p.b. Negociado no *grey market* do MEDIP/*MTS Portugal* com obrigações de cotação logo após o lançamento. Incluído, de imediato, na janela de reportes de último recurso do IGCP
Estrutura do sindicato
82 % tomado por 5 *joint-leaders* em sistema de *pot* 18 % tomado por 10 *co-leads*, através de *co-lead pot* complementado com retenção
Joint Lead Managers
Caixa BI, Citi, HSBC, ING, Morgan Stanley
Co-Lead Managers
Restantes 10 OEVT

Distribuição por tipo de investidor



- 38% Bancos
- 30,3% Gestores de Fundos
- 25,9% Seguradoras e Fundos de Pensões
- 5,1% Bancos Centrais e Instituições Oficiais
- 0,7% Outros

Distribuição geográfica



- 22,3% Portugal
- 20,8% Reino Unido/Irlanda
- 17,3% França
- 13,5% Alemanha/Áustria
- 8,8% Outros UE
- 6,9% Itália
- 5,4% Ásia
- 3,2% Espanha
- 1,8% Outros

EMISSÃO DE OT EM 2009 - EMISSÕES REGULARES E *TAPS* EXTRAORDINÁRIOS

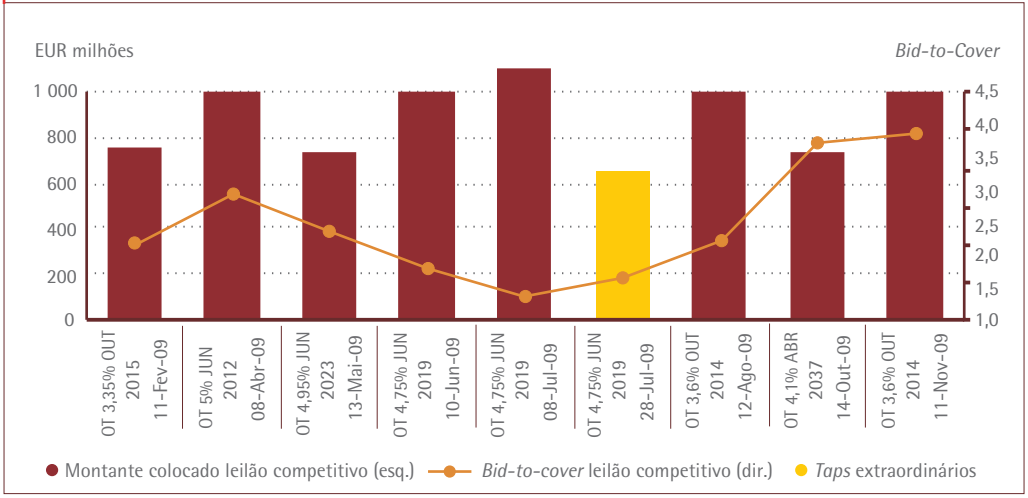
OT	Data	Fase competitiva								Fase não competitiva
		Montante colocado (EUR milhões)	TMP*	Taxa de Corte	*Bid-to-Cover*	*Tail*		*Spread* TMP *vs* mercado secundário[1]	*Spread* TMP *vs* curva *swap*	Montante procurado (EUR milhões)
OT 3,35% Out 2015	11-Fev-09	762	3,834%	3,846%	2,0	1,2 pb	7,0 tick	20,5 tick -3,6 pb	62,7 pb	8
OT 5,0% Jun 2012	08-Abr-09	1.000	2,708%	2,717%	2,6	0,9 pb	3,0 tick	18,5 tick -5,9 pb	34,8 pb	0
OT 4,95% Oct 2023	13-Mai-09	750	4,534%	4,541%	2,2	0,7 pb	8,0 tick	23,0 tick -2,1 pb	68,6 pb	85
OT 4,75% Jun 2019	10-Jun-09	1.000	4,562%	4,569%	1,7	0,7 pb	5,0 tick	21,5 tick -2,7 pb	76,3 pb	97
OT 4,75% Jun 2019	08-Jul-09	1.115	4,325%	4,333%	1,3	0,8 pb	6,0 tick	22,5 tick -2,8 pb	77,9 pb	0
OT 4,75% Jun 2019	28-Jul-09	650	4,129%	4,134%	1,6	0,5 pb	4,0 tick	3,0 tick -0,4 pb	42,1 pb	0
OT 3,6% Out 2014	12-Ago-09	1.000	3,113%	3,122%	2,0	0,9 pb	4,0 tick	24,0 tick -5,1 pb	16,6 pb	0
OT 4,1% Abr 2037	14-Out-09	750	4,598%	4,604%	3,4	0,7 pb	10,0 tick	52,0 tick -3,5 pb	69,2 pb	61
OT 3,6% Out 2014	11-Nov-09	1.000	2,759%	2,768%	3,4	0,9 pb	4,0 tick	21,5 tick -4,7 pb	-1,9 pb	67

* Taxa Média Ponderada
[1] *Ask price* da OT em MEDIP
Taps extraordinários

Ao longo de 2009 realizaram-se oito leilões de OT, e um *tap* extraordinário. O montante médio colocado por leilão ascendeu a EUR 922 milhões (considerando apenas a fase competitiva), o que representou um ligeiro acréscimo de 0,5 por cento face à média de colocação nos leilões do ano anterior. A procura registada nestes leilões manteve-se a um nível elevado, com o *bid-to-cover* médio do ano a situar-se em 2,2. A opção do leilão não competitivo foi exercida pelos OEVT em cinco dos oito leilões realizados, e o montante total colocado por esta via foi de EUR 319 milhões.

No *tap* extraordinário que teve lugar no dia 28 de Julho foi colocado o montante EUR 650 milhões, e destinou-se a acomodar a procura excepcional por parte dos investidores, com o objectivo de evitar pressões excessivas no mercado secundário. Esta forma de colocação, introduzida em 2008, e de carácter pontual, permite apenas o acesso dos OEVT e tem apenas fase competitiva. A sua realização também não está condicionada às janelas dos leilões regulares (segunda e quarta-feira de cada mês), e é anunciada apenas aos OEVT com um prazo muito curto.

LEILÕES DE OT REALIZADOS EM 2009
(montantes colocados e *bid-to-cover*)



Programa EMTN

Ao longo do ano foram realizadas quatro transacções ao abrigo deste programa, cujo montante global equivale a EUR 735,5 milhões.

EMISSÕES DE EMTN

Data	Moeda	Montante	Maturidade
2 de Junho	JPY	30 mil milhões	Fev 2014
28 de Agosto	USD	500 milhões	Ago 2012
6 de Outubro	NOK	860 milhões	Out 2019
13 de Novembro	USD	100 milhões	Nov 2014

Todas as transacções foram acompanhadas de *swap*, uma vez que a República Portuguesa não pretende assumir risco cambial.

Emissão de bilhetes do Tesouro

Em 2009, a emissão líquida de BT correspondeu a um valor positivo de EUR 4,4 mil milhões, o que resultou do aumento dos montantes colocados em leilão, em face da extraordinária procura de mercado por estes títulos e da atractividade do seu custo enquanto instrumento de financiamento.

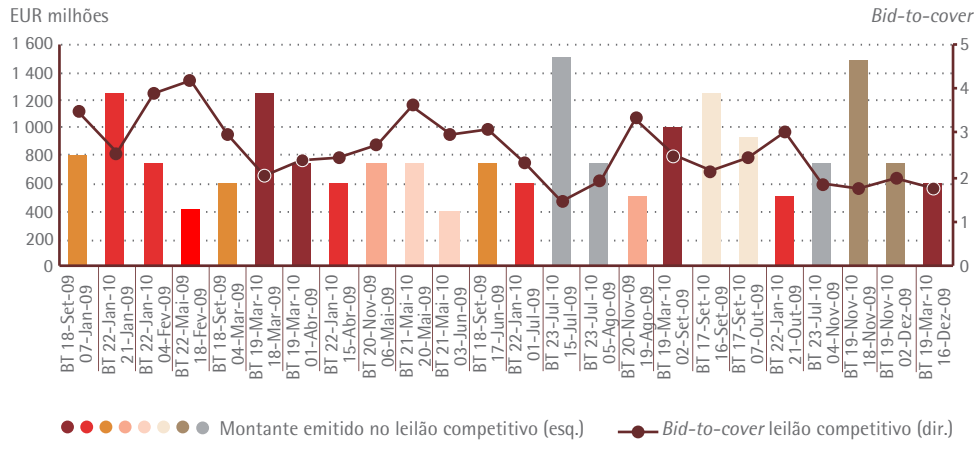
Realizaram-se, no conjunto do ano, vinte e quatro leilões, através dos quais foi colocado um montante nominal bruto de EUR 21,6 mil milhões. Os leilões decorreram todos eles de forma positiva, quer quanto à procura verificada, quer quanto ao custo do financiamento obtido. No conjunto dos leilões realizados, a procura por parte dos Especialistas em Bilhetes do Tesouro (EBT) correspondeu, em média, a cerca de duas vezes e meia o montante colocado. O custo médio obtido situou-se em 54,2 pontos base abaixo da Euribor interpolada para a maturidade correspondente considerando apenas a fase competitiva dos leilões. O elevado diferencial negativo face à Euribor, muito favorável para o custo da emissão da dívida pública portuguesa de curto prazo, decorreu essencialmente das perturbações no mercado interbancário que resultaram no incremento substancial da procura de títulos de dívida pública de curto prazo, de Portugal como dos restantes emitentes soberanos.

EMISSÃO DE BT - LEILÕES REALIZADOS EM 2009

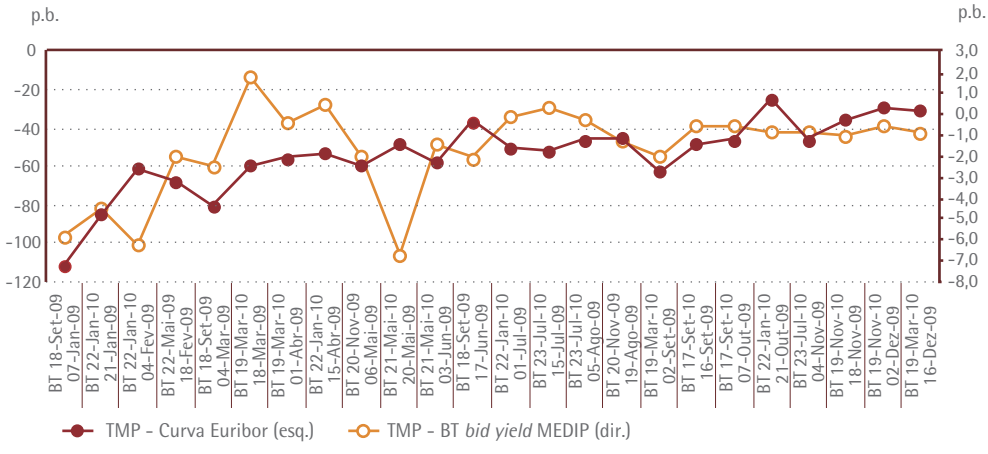
Data	Título	Maturidade residual (meses)	Fase competitiva							Fase não competitiva
			Montante colocado (EUR milhões)	TMP	Taxa de corte	*Bid-to-Cover*	*Tail* (p.b.)	*Spread* TMP *vs* mercado secundário[1] (p.b.)	*Spread* TMP *vs* curva Euribor (p.b.)	Montante colocado (EUR milhões)
07-Jan-09	BT 18 Set 2009	9	800	1,771%	1,799%	3,5	2,8	-5,9	-110,9	91,7
21-Jan-09	BT 22 Jan 2010	12	1 250	1,628%	1,670%	2,5	4,2	-4,5	-84,5	189,4
04-Fev-09	BT 22 Jan 2010	12	750	1,619%	1,630%	3,9	1,1	-6,3	-61,0	140,1
18-Fev-09	BT 22 Mai 2009	3	405	1,225%	1,240%	4,2	1,5	-2,0	-67,8	42,4
04-Mar-09	BT 18 Set 2009	6	590	1,081%	1,095%	3,0	1,4	-2,5	-81,2	32,0
18-Mar-09	BT 19 Mar 2010	12	1 250	1,311%	1,360%	2,0	4,9	1,8	-58,7	152,1
01-Abr-09	BT 19 Mar 2010	12	750	1,234%	1,250%	2,4	1,6	-0,5	-55,4	104,9
15-Abr-09	BT 22 Jan 2010	9	600	1,158%	1,188%	2,4	3,0	0,4	-53,3	58,4
06-Mai-09	BT 20 Nov 2009	6	750	0,957%	0,979%	2,7	2,2	-2,0	-59,0	53,8
20-Mai-09	BT 21 Mai 2010	12	750	1,119%	1,138%	3,6	1,9	-6,7	-48,5	135,7
03-Jun-09	BT 21 Mai 2010	12	400	1,030%	1,037%	3,0	0,7	-1,4	-57,3	0,0
17-Jun-09	BT 18 Set 2009	3	745	0,862%	0,870%	3,1	0,8	-2,1	-36,6	140,1
01-Jul-09	BT 22 Jan 2010	6	600	0,820%	0,840%	2,3	2,0	-0,1	-50,6	129,2
15-Jul-09	BT 23 Jul 2010	12	1 510	0,895%	0,910%	1,4	1,5	0,3	-51,8	164,3
05-Ago-09	BT 23 Jul 2010	12	750	0,874%	0,885%	1,9	1,1	-0,3	-45,9	39,2
19-Ago-09	BT 20 Nov 2009	3	500	0,390%	0,399%	3,3	0,9	-1,3	-44,9	65,0
02-Set-09	BT 19 Mar 2010	6	1 000	0,473%	0,480%	2,5	0,8	-2,1	-62,3	53,4
16-Set-09	BT 17 Set 2010	12	1 250	0,767%	0,779%	2,1	1,2	-0,6	-48,2	0,0
07-Out-09	BT 17 Set 2010	12	925	0,744%	0,749%	2,4	0,5	-0,5	-46,2	0,0
21-Out-09	BT 22 Jan 2010	3	500	0,464%	0,470%	3,0	0,6	-0,8	-25,6	68,6
04-Nov-09	BT 23 Jul 2010	9	750	0,653%	0,660%	1,8	0,7	-0,8	-45,9	34,4
18-Nov-09	BT 19 Nov 2010	12	1 500	0,862%	0,873%	1,7	1,1	-1,0	-35,8	227,5
02-Dez-09	BT 19 Nov 2010	12	750	0,917%	0,925%	2,0	0,8	-0,5	-29,8	102,1
16-Dez-09	BT 19 Mar 2010	3	600	0,414%	0,432%	1,7	1,8	-0,9	-30,4	13,5

[1] *Mid yield* MEDIP

LEILÕES DE BT REALIZADOS EM 2009
(Montantes colocados e *bid-to-cover*)



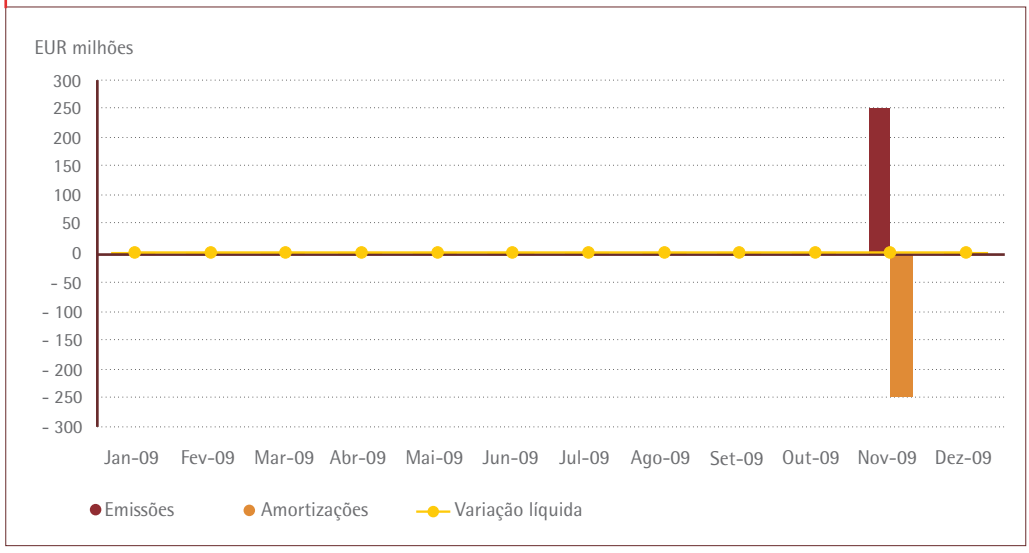
LEILÕES DE BT REALIZADOS EM 2009
(Diferencial da taxa média ponderada do leilão competitivo face ao mercado)



Operações de reporte (*repos*) de financiamento

Prosseguiu em 2009, embora numa escala inferior à dos anos anteriores, o recurso ao mercado de reportes para financiamento de necessidades de tesouraria de muito curto prazo. O contributo deste instrumento para o financiamento do ano foi nulo.

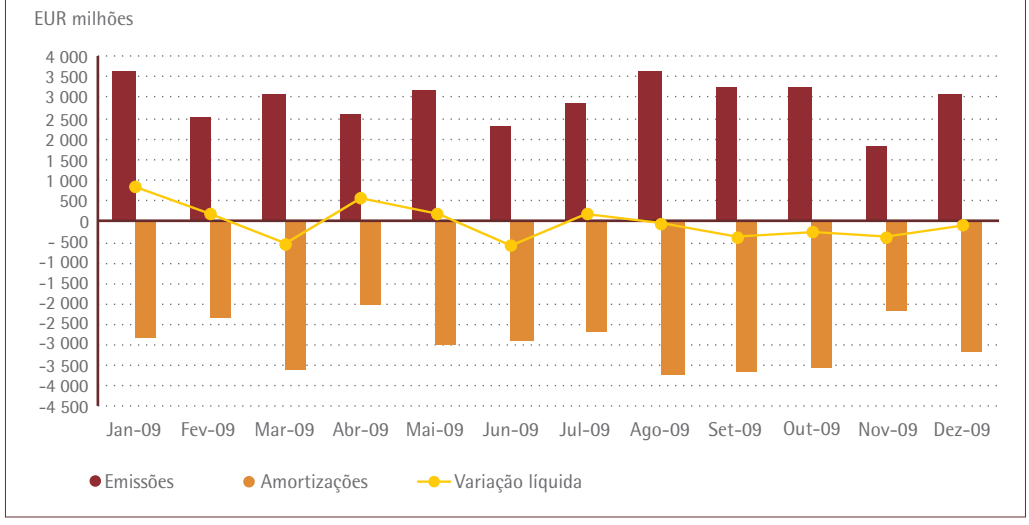
REPOS DE FINANCIAMENTO



Emissão de CEDIC

O saldo de CEDIC (Certificados Especiais de Dívida Pública) apresentou um saldo vivo EUR 3,8 mil milhões no final de 2009 (EUR 4,2 mil milhões no final de 2008), apresentando um contributo para o financiamento líquido negativo de EUR 397 milhões. O prazo médio das emissões foi de cerca de 50 dias.

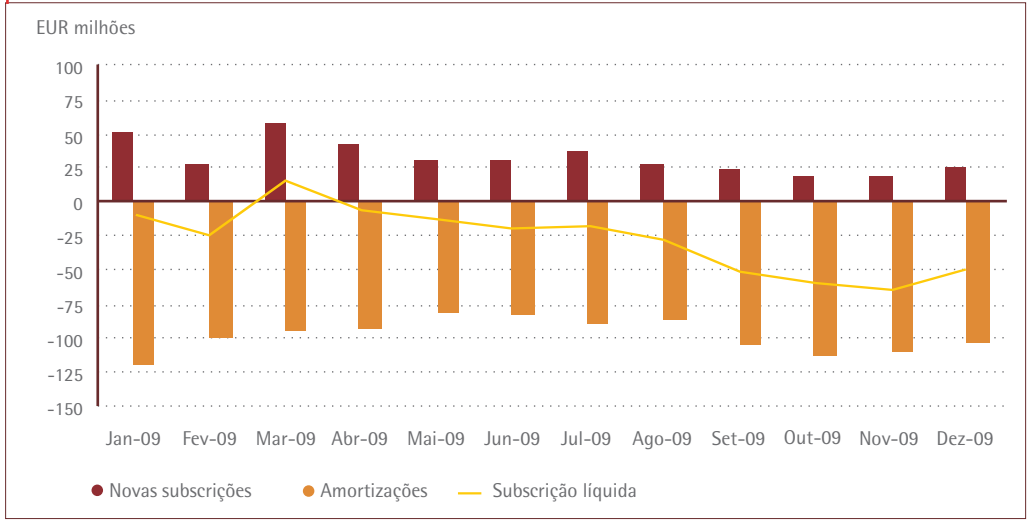
CEDIC



Emissão de certificados de aforro

A emissão bruta de CA totalizou no ano cerca de EUR 847 milhões, dos quais EUR 457 milhões respeitantes a capitalização de juros. Dado que o volume de resgates ascendeu aproximadamente a EUR 1,2 mil milhões, o contributo deste instrumento para o financiamento líquido no ano foi negativo em cerca de EUR 327 milhões.

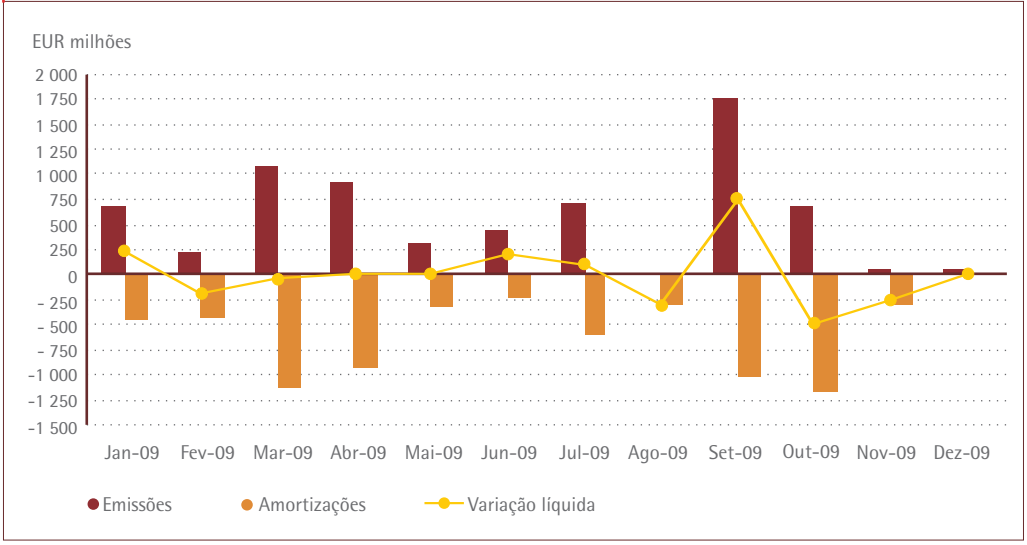
CERTIFICADOS DE AFORRO



Linhas de Crédito (S*tand-by facilities*)

No âmbito da Integração da Tesouraria e no seguimento da estratégia já referida anteriormente de minimização dos saldos de tesouraria, e com o intuito de satisfazer possíveis necessidades de financiamento de muito curto prazo, o IGCP tem ao seu dispor linhas de crédito, *non-committed*. Ao longo do ano foi sacado sobre estas linhas um total de EUR 6,9 mil milhões todas vencidas no próprio ano. Os meses de Março, Abril e Setembro foram os meses com maior recurso a este instrumento.

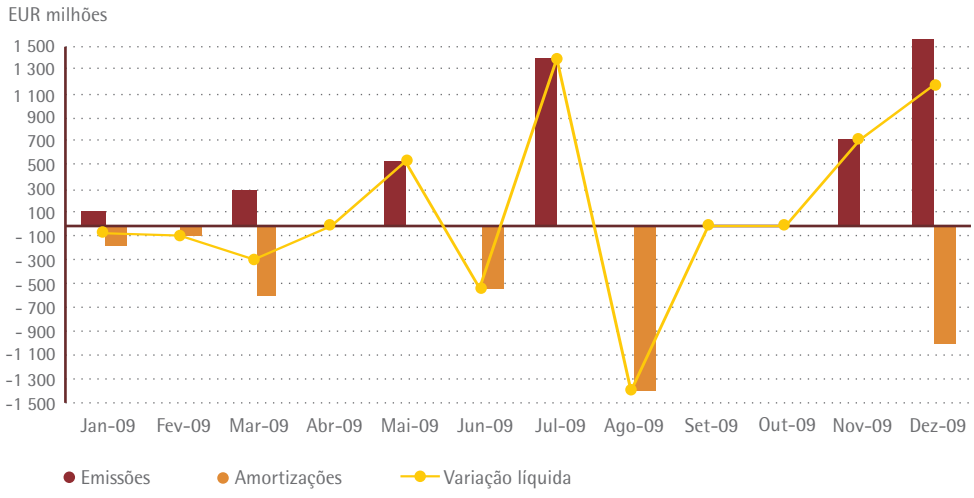
STAND-BY FACILITIES



Papel Comercial

Ao longo do ano de 2009 foi também utilizado como instrumento de financiamento de muito curto prazo o papel comercial, no âmbito do programa ECP. As operações realizadas totalizaram EUR 5,2 mil milhões. No final do ano, o papel comercial *outstanding* ascendia a cerca de EUR 1,9 mil milhões.

PAPEL COMERCIAL



Operações Efectuadas no Âmbito da Facilidade de Reportes

Com o objectivo de promover a liquidez e de aumentar a eficiência do mercado de dívida pública portuguesa, o IGCP disponibiliza aos *market-makers* de OT e de BT uma facilidade para a execução de operações de reporte de último recurso sobre os títulos cotados no MEDIP / *MTS Portugal*.

Relativamente a esta facilidade, durante o ano de 2009, registou-se uma redução no número de operações efectuadas, a par de uma grande diminuição no volume total transaccionado. No total negociaram-se 21 operações (que compara com 39 operações em 2008) todas sobre BT (em 2008, 20 transacções foram efectuadas sobre BT e 19 sobre OT). Em termos de valor nominal, foram apenas negociados EUR 421 milhões (versus EUR 1,300 milhões em 2008). Relativamente ao tipo de instrumento, nas OT não existiram transacções em 2009, sendo que em 2008 o volume total foi de EUR 753 milhões. Nos BT o valor nominal transaccionado ascendeu a EUR 421 milhões, o que compara com EUR 547 milhões negociados em 2008.

Operações de Gestão Activa da Dívida

Tendo como finalidade a optimização da *performance* da carteira de dívida, a gestão do risco de mercado é efectuada com recurso à utilização de instrumentos derivados, sobretudo *plain-vanilla interest rate swaps* (IRS). No que respeita a IRS (87 por cento das operações efectuadas), durante o ano de 2009 foram negociadas 59 novas transacções e feita a liquidação antecipada de 94 operações. No total, o montante nominal dos contratos negociados sobre instrumentos derivados atingiu EUR 16 mil milhões.

TRANSACÇÕES SOBRE DERIVADOS FINANCEIROS

	Novos contratos		Liquidação antecipada		Total	
Instrumento	Nº transacções	EUR milhões	Nº transacções	EUR milhões	Nº transacções	EUR milhões
IRS	59	9 335	35	5 375	94	14 710
SWAPTIONS	5	500			5	500
EONIA SWAP	5	500	5	500	10	1 000
CIRS	4	736			4	736

No final de 2009 a carteira de instrumentos derivados incluía contratos vivos com um valor nominal de EUR 43 mil milhões, equivalente a 33 por cento do saldo total da dívida directa do Estado.

CARTEIRA DE DERIVADOS FINANCEIROS: POSIÇÃO EM 31 DE DEZEMBRO DE 2009

Tipo de *swap*	Perna a pagar	VN Total	0-2 anos	2-5 anos	5-10 anos	10-15 anos	+15 anos
SWAPTION	*Fix*	0	0	0	0	0	0
	Float	500	0	0	0	0	500
CIRS	*Fix*	223	0	0	223	0	0
	Float	736	0	635	100	0	0
IRS	*Fix*	21 020	2 220	12 400	5 100	1 300	0
	Float	20 741	0	1 150	10 151	8 630	810
Total		**43 220**	**2 220**	**14 185**	**15 574**	**9 930**	**1 300**

Nota: VN = Valor nocional (EUR milhões)

Todas as operações de *swaps* foram contratadas com valor de mercado zero (sem *up-front*) sendo todas as operações de derivados contabilizadas segundo as regras estabelecidas pelo *Eurostat*.

Aplicações de Disponibilidades de Tesouraria

Em 2009 tentou-se prosseguir com o objectivo de manutenção de saldos de tesouraria em níveis tendencialmente reduzidos, com o propósito de evitar situações de sobrefinanciamento excessivo.

No entanto, para mitigar os riscos de financiamento num contexto de forte instabilidade nos mercados financeiros os saldos de excedentes de Tesouraria foram significativamente mais elevados do que o habitual. Neste contexto, ao longo de 2009 o saldo médio diário de disponibilidades de tesouraria atingiu cerca de EUR 2.385 milhões, por referência o valor do ano anterior ascendeu a EUR 950 milhões, com picos particularmente elevados nos meses de Março e Julho.

Os excedentes sustentados de tesouraria foram aplicados em depósitos junto de institutições financeiras e/ou outros soberanos da área do euro. Estes depósitos tiveram uma duração relativamente reduzida. Na sua maioria, as aplicações realizadas tiveram uma duração igual ou superior a duas semanas e o prazo médio de todas as operações efectuadas foi de 24 dias.

SALDO DE DISPONIBILIDADE DE TESOURARIA

O contexto da crise e o seu impacto na dívida pública

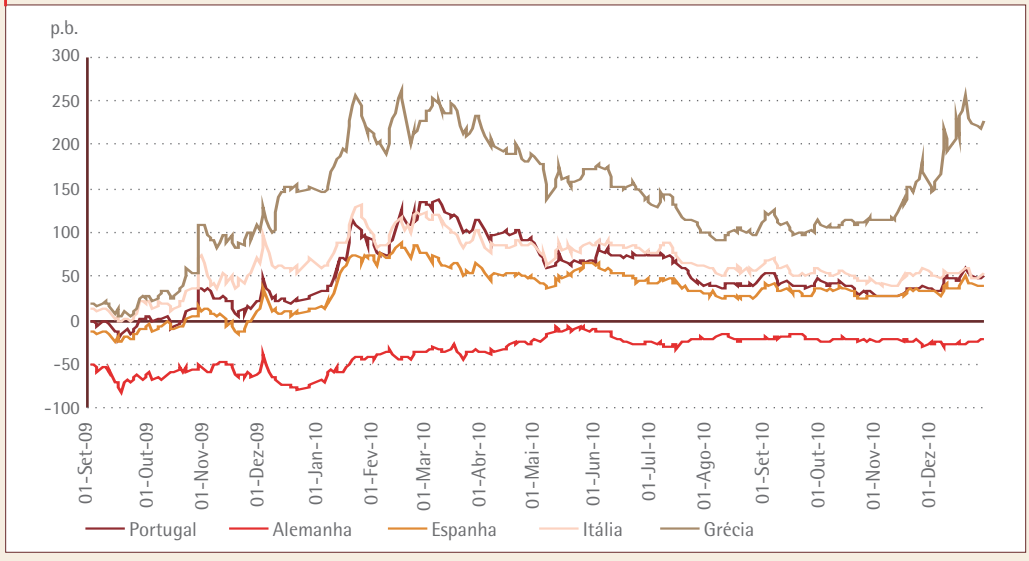
Desde o seu início, no Verão de 2007, que a crise financeira se traduziu pela dificuldade em financiar os activos/balanços criados nos anos anteriores. A consequência imediata desta dificuldade levou muitos *players* alavancados e efectuarem vendas num mercado sem compradores, com a consequente desvalorização de activos, registo de perdas muito significativas, gerando um clima de desconfiança sobre o conteúdo dos *portfolios* e potenciais perdas na generalidade do sistema financeiro.

O que se seguiu, ao longo do ano de 2008, foi uma amplificação deste fenómeno, de forma sequencial, incidindo sobre quase todos os mercados, fruto da quase inexistência de capacidade para financiar activos em geral e da quase inexistência de compradores dos mesmos, com inúmeros bancos e algumas seguradoras a entrarem em colapso financeiro. As condições de liquidez em todos os mercados "secaram" fruto do fenómeno de "desalavancagem" dos balanços e da saída maciça de poupanças para activos refúgio (*treasury bills*) afectando praticamente todos os mercados.

Para interromper este ciclo negativo e evitar uma situação semelhante à Grande Depressão, governos e bancos centrais, em acções coordenadas, tomaram um conjunto de medidas de magnitude extraordinária, levando a uma transferência de risco do sistema financeiro para os Soberanos.

Estes, apenas afectados pós falência da *Lehman Brothers*, já próximo do final de 2008, viram os *spreads* alargar de forma muito significativa (Evolução dos *Swap Spreads* da Dívida pública a 10 anos) e posta em causa pela generalidade dos participantes a efectiva capacidade de financiamento com volumes de dívida para financiar que duplicaram face ao ano anterior (Volumes de emissão de dívida de médio e longo prazo dos Soberanos da área do Euro 2008/2009).

EVOLUÇÃO DOS *SWAP SPREADS* DA DÍVIDA PÚBLICA A 10 ANOS



Estes acrescidos volumes de financiamento, numa primeira fase corresponderam a pacotes financeiros de ajuda ao sistema bancário, principalmente sob a forma de injecções de capital, tendo sido posteriormente incrementados, fruto de crescentes défices orçamentais que surpreenderam pela negativa, na sequência dos pacotes de apoio à economia e da significativa deterioração das receitas fiscais.

VOLUMES DE EMISSÃO DE DÍVIDA DE MÉDIO E LONGO PRAZO DOS SOBERANOS DA ÁREA DO EURO 2008/2009

	2008	2009	Variação
Itália	128	204	60%
Alemanha	141	153	9%
França	116	167	45%
Espanha	54	114	111%
Grécia	31	60	95%
Holanda	25	48	91%
Bélgica	31	35	13%
Áustria	10	23	133%
Portugal	**14**	**16**	**11%**
Finlândia	5	10	100%
Outros	100	110	10%
Total	**654**	**941**	44%

Desta forma o ano de 2009 foi marcado, numa fase inicial, pelos fortes receios da efectiva capacidade dos soberanos de financiarem os acrescidos volumes de dívida, tendo tido como principais consequências as seguintes: um alargamento significativo dos prémios de risco, a maior utilização por parte de alguns soberanos do financiamento através de sindicatos em oposição aos leilões (em resposta ao receio de falha de procura nos leilões), aumento significativo em grande parte dos soberanos da participação das bases de investidores domésticas, aumento da estrutura de comissões nas emissões sindicadas e forte alargamento dos *bid-offer spreads* nas transacções em mercado secundário.

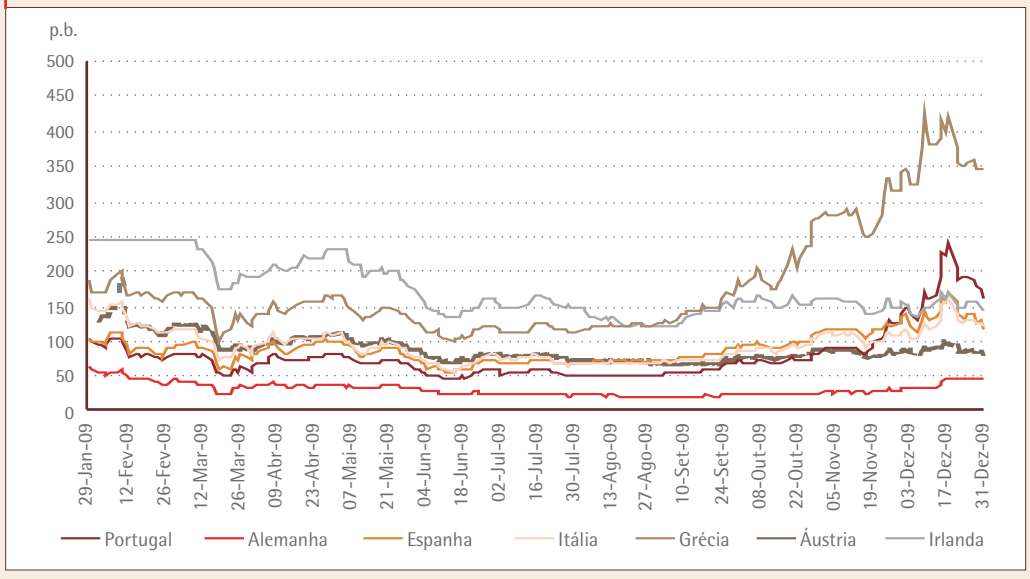
A resposta por parte dos investidores, no entanto, foi extremamente positiva e efectivamente as transacções foram gradualmente muito bem absorvidas pelo mercado, em grande medida ajudadas pelas amplas condições de liquidez provenientes dos bancos centrais, que permitiram um movimento praticamente contínuo de estreitamento dos prémios de risco no período de Abril a Novembro.

Já em Dezembro, começaram a surgir novos sinais de grande preocupação para os mercados, com os défices orçamentais a surpreenderem negativamente e muitas dúvidas sobre a capacidade de alguns soberanos de reverterem a trajectória negativa das contas públicas, com particular destaque para a situação da Grécia.

O comportamento da dívida pública portuguesa e a procura

Numa primeira fase, a dívida pública portuguesa teve um comportamento de alargamento, em linha com os seus congéneres europeus, apesar de revelar menores fragilidades nos temas que mais preocupavam os investidores, principalmente de destacar um sistema financeiro mais saudável, sem a necessidade de injecção de capitais públicos, assim como, um mercado imobiliário bastante estável, revelando uma estabilidade de preços sem paralelo na maioria dos países europeus. Esta menor fragilidade ficou bem patente na evolução dos prémios de risco para *Credit Default Swaps*, que durante todo o ano (com inversão em Dezembro) tiveram dos níveis mais estreitos da área do euro.

EVOLUÇÃO DOS NÍVEIS DE *CREDIT DEFAULT SWAPS*



A posterior redução dos níveis de aversão ao risco, permitiu que os investidores começassem a diferenciar entre os emitentes e a partir desse momento, em conjugação com um significativo acréscimo das iniciativas de promoção de dívida e comunicação junto de investidores por parte do IGCP, a percepção sobre Portugal melhorou e os níveis de *spreads* da dívida estreitaram de forma significativa.

Durante todo o ano a colocação de dívida pública portuguesa foi muito bem absorvida pelo mercado, tendo mantido um perfil essencialmente internacional, com uma colocação doméstica, acrescida, mas moderada, em torno dos 15 por cento, contrariando a tendência de alguns congéneres que viram as suas bases domésticas aumentar para os níveis de 60 por cento e 70 por cento. Este facto sinaliza a confiança demonstrada pela base de investidores internacional.

Revelador da forte procura de dívida portuguesa foi o nível atingido em 2009 pelo *bid-to-cover* médio nos leilões regulares, de 2,29, quando o valor mais alto dos últimos 5 anos tinha ocorrido em 2007, com um *bid-to-cover* de 2,16.

De destacar também que os últimos dois leilões do ano conseguiram mesmo atingir os rácios *bid-to-cover* mais elevados de que há registo (3,4 em cada leilão) mostrando uma clara melhoria nas condições de mercado para a colocação de dívida.

A principal adaptação efectuada pelo IGCP no contexto da crise, no sentido de permitir gerir o seu programa de financiamento com maior flexibilidade, foi o lançamento de um Programa de emissão de *Euro Medium Term Notes*, que funciona como veículo de financiamento alternativo aos programas tradicionais de OT e BT.

Este Programa permite ao IGCP financiamento em moedas diferentes do euro que tornam possível alcançar bases de investidores que de outro modo não seria possível. No entanto, fruto da boa colocação que os instrumentos tradicionais revelaram, o Programa foi essencialmente usado como instrumento de financiamento oportunístico, com poupanças de custos significativas face aos programas tradicionais. Apesar do montante emitido ao abrigo do Programa ter sido relativamente moderado (inferior a mil milhões), principalmente ao longo do último semestre registaram-se inúmeros interesses de investidores, para que Portugal emitisse dívida ao abrigo deste programa, mais uma vez revelando uma boa procura pela dívida portuguesa.

Pranto por Tuparamaru, 1995
Mário Cezariny
162 cm x 155 cm
Óleo sobre platex

99

As Contas da Tesouraria do Estado 100

As Contas da Tesouraria do Estado

As operações de recebimento e de pagamento dos organismos públicos efectuadas através da tesouraria do Estado, geram saldos de disponibilidades e de responsabilidades. Os quadros seguintes apresentam um retrato desses saldos.

No quadro seguinte, ilustra-se a evolução das contas de disponibilidades, cujos movimentos se reflectem directamente na conta única de liquidação da tesouraria do Estado no Banco de Portugal.

DISPONIBILIDADES DA TESOURARIA DO ESTADO
(EUR milhões)

	2007	2008	2009
	Dez	Dez	Dez
Contas no BdP	**-**	**-**	**2,41**
Aplicações Financeiras nas IC	**977,33**	**1 447,16**	**884,02**
Contas em Divisas	**27,09**	**16,64**	**10,91**
Contas Cofres Consulares	**3,83**	**4,01**	**4,04**
Contas Recebidas IGCP-DUC	**99,61**	**118,92**	**137,32**
Outras Contas Recebidas IGCP	**-**	**2,79**	**3,54**
Contas Caixas nas IC			
Alfândegas	165,37	116,85	346,38
Serviços Locais Finanças	279,96	332,91	89,24
Contas Caixas do Tesouro			
Alfândegas	89,9	301,58	3,17
Serviços Locais Finanças	238,68	202,56	42,55
Contas Caixas Tesouro			
CTT	301,26	187,11	35,18
SIBS	17,97	24,52	8,96
IRN	-	0,15	1,93
Depósitos Externos nas IC	**19,32**	**6,97**	**7,98**
Cheques a Cobrar	**1,22**	**0,43**	**3,65**
TOTAL	**2 221,54**	**2 762,60**	**1 581,28**

As disponibilidades da tesouraria do Estado, conforme se constata pelo quadro, encontram-se essencialmente centralizadas num conjunto de serviços públicos, com funções de Caixa, que procedem à arrecadação de fundos, mantendo, em limite, na sua posse o valor correspondente às cobranças do próprio dia. De igual modo, destacam-se as contas de disponibilidades de apoio à tesouraria externa, cujos saldos reflectem os últimos movimentos do ano.

Para a observação da evolução das contas de Terceiros abertas na tesouraria do Estado, toma-se como referência a adesão dos organismos públicos ao sistema de *Homebanking* (HB) do Estado, que funciona como o suporte informático privilegiado para o adequado cumprimento do princípio de unidade da tesouraria, estabelecido pelo regime da tesouraria do Estado (RTE), aprovado pelo Decreto-Lei nº 191/99, de 5 de Junho.

O quadro (Evolução do Número de Organismos e Contas no HB), ilustra a evolução da utilização da tesouraria do Estado por parte dos organismos abrangidos pelo RTE, através do número de organismos e contas no HB, sistema que pelas suas potencialidades permite a esses serviços um acesso *on-line* às suas contas.

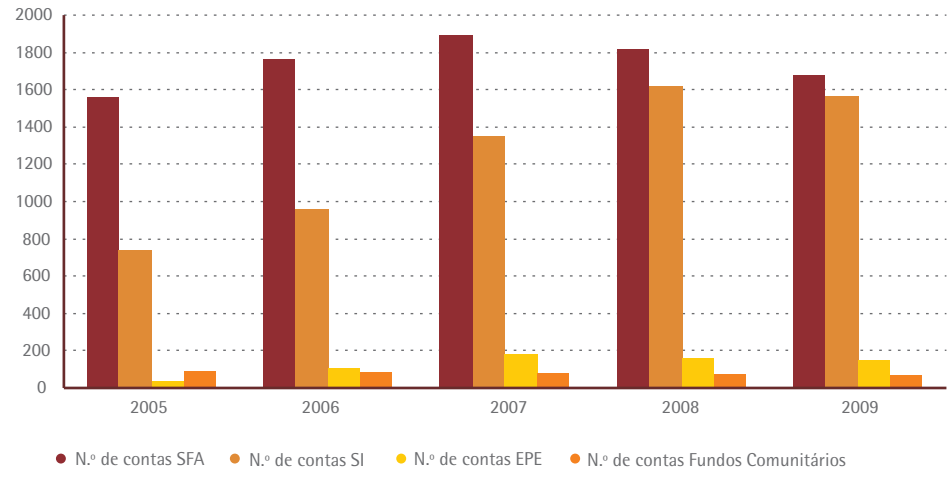
EVOLUÇÃO DO NÚMERO DE ORGANISMOS E CONTAS NO HB

ANOS	ORGANISMOS	Nº CONTAS
2005	861	2 470
2006	800	2 991
2007	755	3 498
2008	744	3 697
2009	690	3 526

No ano de 2009, assistiu-se a um ligeiro decréscimo do número de organismos utilizadores do HB, em relação a 2008, continuando a reflectir as medidas de reestruturação do PRACE.

Em termos do peso dos organismos abrangidos pelo RTE no número de contas, o gráfico abaixo ilustra a respectiva importância.

PESO DOS ORGANISMOS NO N.º DE CONTAS



Assim, os Serviços e Fundos Autónomos (SFA) são os mais representativos, muito embora o seu peso tenha vindo a decrescer (de 63 por cento, em 2005, para 48 por cento, em 2009), em função do aumento progressivo da utilização do HB pelos Serviços Integrados (SI) (de 30 por cento, em 2005, para 44 por cento, em 2009) e pelas Entidades Públicas Empresarias (EPE) (de 1 por cento, em 2005, para 4 por cento, em 2009).

Pelos valores de 2009, pode-se evidenciar uma certa estabilidade em termos da utilização da tesouraria do Estado por parte dos organismos abrangidos pelo RTE, a qual pode também ser constatada no quadro seguinte, no que respeita os valores dos excedentes existentes no final de 2008 e 2009.

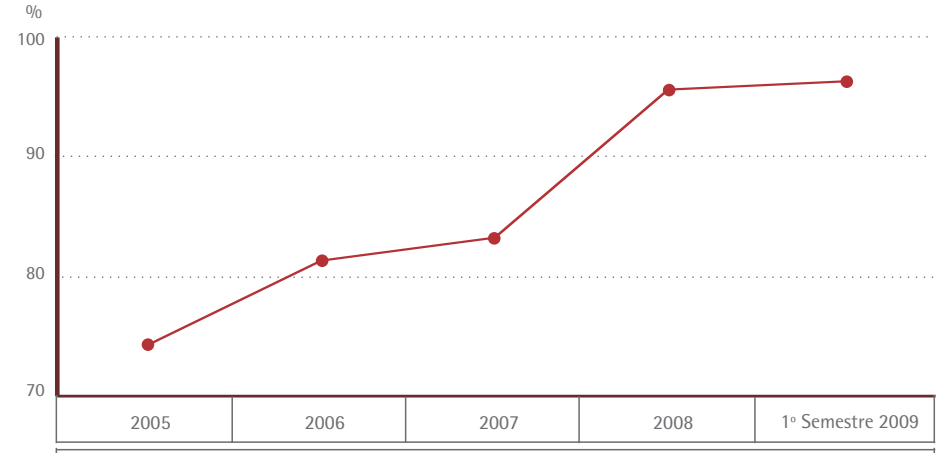
APLICAÇÕES DE EXCEDENTES DE TESOURARIA - 2008/2009
(EUR milhões)

TIPO DE ORGANISMO	Depósitos à ordem		CEDIC		TOTAL	
	2008	2009	2008	2009	2008	2009
Serviços e Fundos Autónomos	2 563,5	2 503,2	3 884,3	3 628,1	6 447,8	6 130,9
Entidades Públicas Empresariais	380,6	278,2	184,6	158,4	565,2	436,5
Gestor Comunitário	75,1	56,54	0,0	0	75,1	56,5
Serviços Integrados	1 122,20	932,7	0,0	0	1 122,2	932,7
União Europeia	290,5	235,1	0,0	0	290,5	235,1
TOTAL	**4 431,9**	**4 005,6**	**4 068,9**	**3 786,5**	**8 500,8**	**7 791,7**

Em termos de excedentes de tesouraria, também, os SFA se destacam, representando 76 por cento, em 2008 e 79 por cento, em 2009, dos fundos aplicados no IGCP, no final do ano. O peso dos SI variou entre 13 por cento e 12 por cento, e o das EPE entre 7 por cento e 6 por cento, entre 2008 e 2009. Os fluxos financeiros originários da União Europeia (UE) oscilaram entre 10 por cento e 9 por cento, nos anos em referência.

Em suma, pode apontar-se para a consolidação e manutenção quer dos organismos Clientes utilizadores do HB, quer dos respectivos fluxos financeiros movimentados na tesouraria do Estado, resultante dos índices de cumprimento de unidade da tesouraria do Estado, alcançados.

PERCENTAGEM DE CUMPRIMENTO DO PRINCIPIO DA UNIDADE DA TESOURARIA DO ESTADO



	2005	2006	2007	2008	1º Semestre 2009
Percentagem de Cumprimento	74	81	83	95	96

Individualizando, pelo seu carácter específico, a conta da Comissão Europeia (CE) que reflecte as transferências financeiras entre Portugal e a UE resultante, por um lado, da contribuição financeira de Portugal para o orçamento da UE e, por outro, do recebimento das comparticipações da União Europeia (UE) no co-financiamento ou financiamento da aplicação dos fundos estruturais, o quadro abaixo apresenta o detalhe dos fluxos financeiros para o triénio 2007-2009.

FLUXOS FINANCEIROS ENTRE PORTUGAL E A UNIÃO EUROPEIA
(EUR milhões)

	2007	2008	2009
1. Transferências de Portugal para a U.E.	**1 438,0**	**1 482,00**	**1 595,95**
Direitos Aduaneiros e Agrícolas	137,1	134	117,46
Recursos Próprios IVA	269,4	251,5	235,77
Recursos Próprios com base no PNB	1 015,9	1 028,40	1 266,85
Compensação ao Reino Unido	115,1	140,2	127,95
Outras Saídas	-	3,7	1,33
Restituições e Reembolsos/Diversos	-99,5	-75,8	-153,41
2. Transferências da U.E. para Portugal	**3 760,0**	**3 996,60**	**3 583,00**
FEOGA-Garantia/FEAGA	658,3	721,5	723,61
FEDER	1 260,6	1 815,00	964,54
FSE	534,7	323,6	1 009,50
FEOGA Orientação	492,0	345,8	109,34
FEADER	221,3	398,7	235,56
IFOP	20,3	17	24,47
FEP	0,0	-	-
Fundo de Coesão	490,3	287,9	457,4
Diversos	82,5	87,1	58,58
Saldo Global (2-1)	**2 322,0**	**2 514,60**	**1 987,05**

FONTE: *Homebanking*

A análise do quadro acima permite evidenciar que Portugal tem recebido mais da UE, comparativamente com as comparticipações entregues. Saliente-se, ainda, que no triénio observado o ano de 2008 foi o ano mais favorável para o Estado português.

Máscara Ibo, 2005
José Guimarães
81 cm x 100 cm
Técnica mista s/ tela

Dívida Directa do Estado e Encargos

107

Saldo da Dívida Directa do Estado 108

Encargos Correntes da Dívida 113

Dívida Directa do Estado e Encargos

Saldo da Dívida Directa do Estado

O valor nominal da dívida directa do Estado, apurado na óptica da contabilidade pública e avaliado a câmbios de final de período, situou-se em EUR 132 746,4 milhões em 31 de Dezembro de 2009. Incluindo o efeito de cobertura do risco cambial, efectuada por recurso a instrumentos de derivados financeiros, o *stock* da dívida ascendeu a EUR 132 775,6 milhões.

Assim, em 2009, o saldo da dívida directa do Estado antes de operações de cobertura de derivados registou um incremento, em termos nominais, de EUR 14 283,7 milhões. Para este aumento contribuiu, essencialmente, a emissão líquida de instrumentos de dívida, que ascendeu a EUR 14 390,8 milhões (resultante da diferença entre o valor de encaixe e de liquidação das emissões e amortizações, respectivamente) e, ainda que com menor representatividade, as variações cambiais, que conduziram a um acréscimo do *stock* da dívida em euros em EUR 51,9 milhões. Por seu turno, as mais-valias líquidas registadas no período conduziram a uma diminuição do saldo da dívida de EUR 158,6 milhões.

DÍVIDA DIRECTA DO ESTADO (ÓPTICA DA CONTABILIDADE PÚBLICA)
(Unidade: EUR milhões)

	Saldo em 31-Dez-08	Estrutura	Janeiro - Dezembro 2009			Saldo em 31-Dez-09	Estrutura
			Emissões	Amortizações	Outros		
1. Dívida denominada em Euros	**117 540,2**	**99,2%**	83 230,2	**69 911,3**	**(159,0)**	**130 700,1**	**98,5%**
Transaccionável	95 968,6	81,0%	39 617,9	25 465,0	(158,9)	109 962,6	82,8%
ECP (valor descontado)	738,7	0,6%	2 433,1	2 412,3	0,0	759,5	0,6%
BT (valor descontado)	12 816,7	10,8%	21 423,6	17 009,1	0,0	17 231,3	13,0%
Obrigações do Tesouro (OT)	82 148,5	69,3%	15 761,1	5 843,6	(158,6)	91 907,4	69,2%
Outras Obrigações	51,1	0,0%	0,0	0,0	0,0	51,1	0,0%
MTN	200,0	0,2%	0,0	200,0	0,0	0,0	0,0%
Obrigações de Retalho	13,6	0,0%	0,0	0,0	(0,3)	13,3	0,0%
Não Transaccionável	21 571,6	18,2%	43 612,3	44 446,3	(0,1)	20 737,5	15,6%
Certificados de Aforro	17 197,8	14,5%	847,4	1 174,1	0,0	16 871,0	12,7%
Valor de aquisição	10 643,9	9,0%	389,9	833,3	0,0	10 200,4	7,7%
Juros capitalizados	6 553,9	5,5%	457,5	340,8	0,0	6 670,6	5,0%
CEDIC	4 183,1	3,5%	35 246,8	35 643,4	0,0	3 786,5	2,9%
Outros	190,7	0,2%	7 518,1	7 628,8	(0,1)	79,9	0,1%
2. Dívida denominada em moedas não Euro	**922,5**	**0,8%**	**3 521,8**	**2 449,9**	**51,9**	**2 046,3**	**1,5%**
Transaccionável	922,2	0,8%	3 521,8	2 449,9	52,0	2 046,0	1,5%
ECP (valor descontado)	764,8	0,6%	2 786,3	2 449,9	30,6	1 131,7	0,9%
Outras Obrigações	157,5	0,1%	0,0	0,0	11,4	168,9	0,1%
MTN	0,0	0,0%	735,5	0,0	9,9	745,4	0,6%
Não Transaccionável	0,3	0,0%	0,0	0,0	0,0	0,3	0,0%
3. Dívida total (1.+ 2.)	**118 462,7**	**100,0%**	**86 752,0**	**72 361,2**	**(107,1)**	**132 746,4**	**100,0%**
4. Efeito cambial de cobertura de derivados (líquido)	56,8					29,2	
5. Dívida total após cobertura de derivados (3.+ 4.)	**118 519,5**					**132 775,6**	

Os saldos em dívida encontram-se ao valor nominal, excepto os instrumentos emitidos a desconto (que se encontram ao seu valor descontado), e valorizados à taxa de câmbio do final do período. Os valores das emissões e das amortizações estão ao valor de encaixe e de liquidação, respectivamente. A coluna Outros inclui variações cambiais, mais ou menos valias nas emissões e nas amortizações e a variação do valor da renda perpétua.

O valor total de liquidação das amortizações de dívida cifrou-se em EUR 72 361,2 milhões, sendo que EUR 63 519,0 milhões dizem respeito a dívida emitida no próprio ano (dívida flutuante) para fazer face às necessidades pontuais de tesouraria. As recompras antecipadas (face ao momento contratual) de instrumentos de dívida totalizaram EUR 604,5 milhões (valor nominal), sendo que EUR 177,0 milhões correspondem a recompras de OT e EUR 427,5 milhões e EUR 0,01 milhões respeitam a vencimentos antecipados de CEDIC e *Repo*, respectivamente.

Em 2009 foram lançadas duas novas séries de OT, a OT 4,75 % Jun 2019, com emissão sindicada em Fevereiro, e 3 leilões posteriores em Junho e Julho, e a OT 3,60 % Out 2014, com emissão sindicada em Junho, e 2 leilões subsequentes em Agosto e Novembro. Foram ainda efectuados leilões de reabertura

das séries OT 3,35 % Out 2015, OT 5,00 % Jun 2012, OT 4,95 % Out 2023 e OT 4,10 % Abr 2037, com um leilão cada, em Fevereiro, Abril, Maio e Outubro, respectivamente. No total, estas colocações de OT originaram mais-valias líquidas de emissão de EUR 165,2 milhões. Em termos de amortizações antecipadas de OT foram apuradas menos-valias, no valor de EUR 6,6 milhões, associadas às linhas OT 3,95 % Jul 2009 e OT 5,85 % Mai 2010.

O comportamento do euro em relação a outras moedas em que a dívida directa do Estado se encontra denominada (libra esterlina, iene, dólar e coroa norueguesa) em 2009 foi, em termos líquidos, desfavorável para a carteira de dívida avaliada antes de *swaps*, tendo-se traduzido num incremento do *stock* de EUR 51,9 milhões. Por outro lado, a carteira de *swaps* contribuiu para uma redução, no montante de EUR 27,6 milhões, do saldo da dívida comparativamente ao final de 2008, com o saldo da dívida em euros após cobertura cambial a registar um acréscimo de EUR 14 256,1 milhões.

Numa perspectiva antes de derivados financeiros, verificou-se um incremento da percentagem de dívida de taxa fixa, passando de 85,4 por cento para 86,8 por cento. Em termos de decomposição por moeda, a componente não euro registou igualmente um aumento do seu peso no total da carteira, representando no final do ano 1,5 por cento do total do *stock* (face a 0,8 por cento no final de 2008).

Após cobertura através de derivados financeiros, e contrariamente ao observado nos dois anos precedentes, registou-se um ligeiro decréscimo (cerca de 2,1 pontos percentuais) da parcela de dívida a taxa fixa na dívida total, com o saldo desta componente a situar-se em 87,9 por cento. À semelhança do verificado no passado, a exposição cambial manteve-se num valor próximo de zero.

No que respeita à maturidade da dívida por instrumento, e numa óptica antes de derivados, assistiu-se a um aumento do peso relativo dos BT e também, ainda que marginalmente, de ECP (E*uro Commercial Paper*) que, conjuntamente, na composição do financiamento anual, superaram a redução da percentagem relativa de outros instrumentos de curto prazo, como sejam CEDIC e operações de reporte. Em conformidade, assistiu-se a um aumento da proporção relativa da componente de curto prazo, face a 2008, no total da carteira, de 1,6 pontos percentuais, para 17,3 por cento.

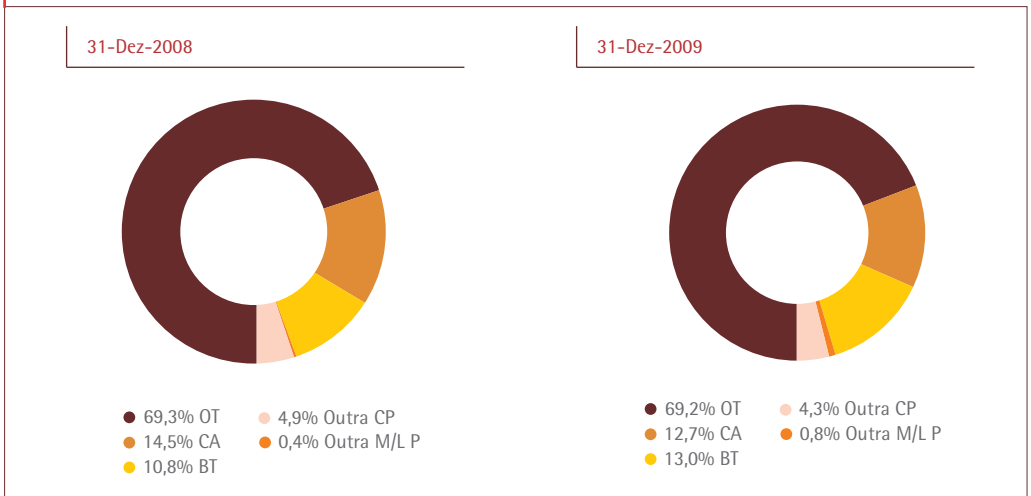
O reforço da importância dos BT no volume de emissões líquidas do ano traduziu-se num aumento da percentagem relativa deste instrumento de 10,8 para 13,0 por cento, no final de 2009. Já o saldo vivo de ECP em moedas euro e não euro, representava cerca de 1,4 por cento da dívida antes de derivados financeiros (valor que compara com 1,3 por cento em 2008).

Por outro lado, os CEDIC viram a sua importância relativa diminuir de 3,5 para 2,9 por cento, enquanto que as operações de reporte, que no final de 2008 constituíam cerca de 0,1 por cento do *stock* da dívida antes de derivados, não estiveram representadas no saldo vivo no final de Dezembro de 2009.

A proporção de OT (médio e longo prazo) na carteira de dívida apresentou um decréscimo, ainda que

marginal, de 69,3 para 69,2 por cento. Verificou-se ainda uma redução da percentagem da dívida representada por CA (de 1,8 pontos percentuais), que evoluiu para 12,7 por cento. Os outros instrumentos de médio e longo prazo registaram um aumento do seu peso, passando de 0,4 para 0,8 por cento, contrariando, assim, a tendência de redução da sua importância verificada nos últimos anos, continuando, contudo, a representar uma parcela diminuta do saldo da dívida.

DÍVIDA DIRECTA DO ESTADO POR INSTRUMENTOS



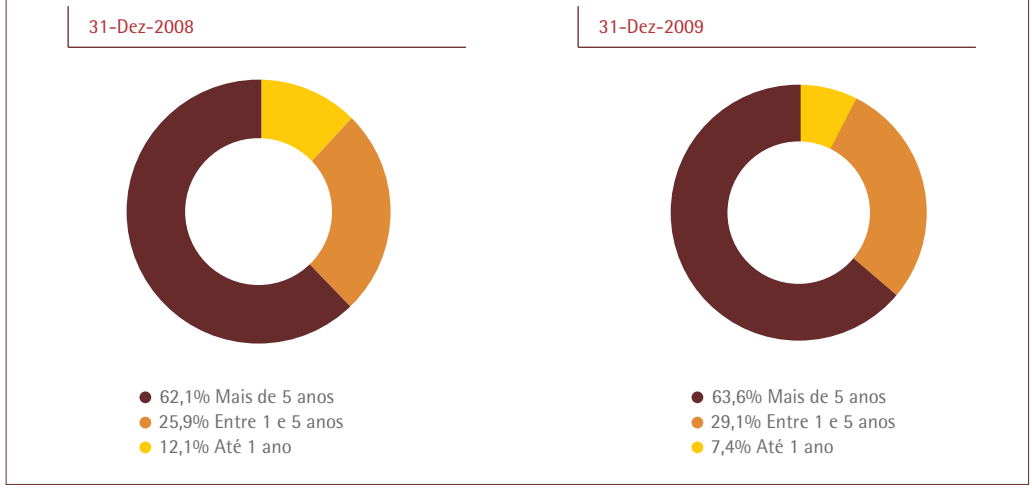
Em 2009, o saldo da dívida constituída por CA registou um decréscimo de EUR 326,7 milhões. A redução verificada foi determinada apenas pelo comportamento das subscrições líquidas (diferença entre as novas subscrições e as amortizações ao valor de reembolso) cujo contributo negativo para a variação do *stock*, EUR 784,2 milhões, mais do que compensou o efeito decorrente da capitalização dos juros, que atingiu EUR 457,5 milhões.

A maturidade média das unidades subscritas de CA (séries A, B e C) que se encontravam vivas no final de 2009, voltou aumentar face a 2008, mantendo a tendência dos últimos anos. Assim, o número de unidades de certificados com mais de 5 anos de subscrição, em percentagem do total, passou de 62,1 para 63,6 por cento. De forma análoga, a parcela dos certificados subscritos entre 1 e 5 anos registou um incremento, cerca de 3,2 pontos percentuais, fixando-se em 29,1 por cento. Já o peso das unidades subscritas há menos de um ano reduziu-se de 12,1 para 7,4 por cento.

EVOLUÇÃO DO *STOCK* DE CERTIFICADOS DE AFORRO
(unidade: EUR milhões)

Ano	Variação do *stock*	Subscrições líquidas	Capitalização de juros
1996	1 186,3	370,4	815,9
1997	686,2	24,4	661,8
1998	138,5	(419,6)	558,2
1999	486,2	37,0	449,2
2000	1 176,6	625,5	551,1
2001	1 071,1	403,3	667,8
2002	793,0	214,7	578,3
2003	317,8	(182,4)	500,2
2004	48,8	(411,5)	460,3
2005	343,0	(130,1)	473,1
2006	1 003,4	445,9	557,5
2007	800,5	127,6	672,9
2008	(852,2)	(1 534,0)	681,8
2009	(326,7)	(784,2)	457,5

CERTIFICADOS DE AFORRO - SÉRIES A, B e C: TEMPO DE PERMANÊNCIA



Tomando como referência o valor dos certificados vivos no final do ano, incluindo juros capitalizados, e aplicado o princípio de que esse *stock* está a ser constituído desde o momento da subscrição inicial, a proporção relativa dos certificados constituídos há mais de 5 anos registou um incremento de 2,9 pontos percentuais, atingindo 80,6 por cento.

Encargos Correntes da Dívida

Os encargos correntes da dívida directa do Estado em 2009 totalizaram EUR 5 005,2 milhões, sendo que EUR 4 973,3 milhões respeitam a juros e EUR 32,0 milhões a outros encargos.

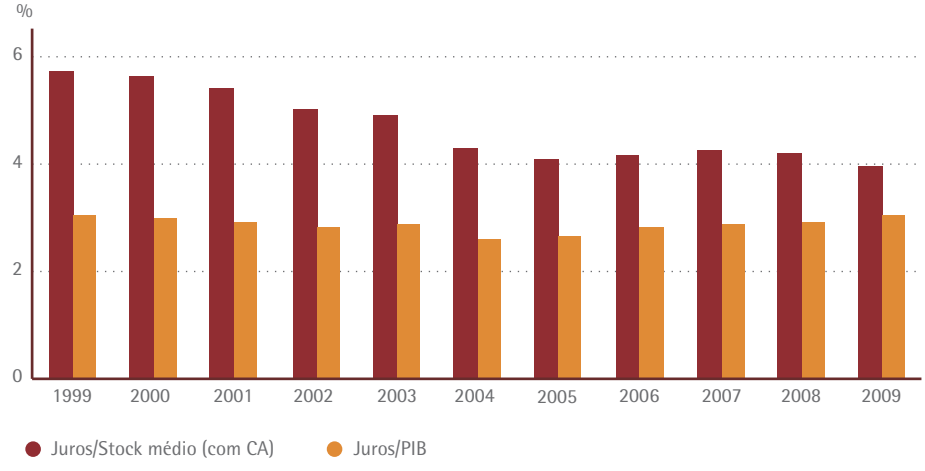
ENCARGOS CORRENTES DA DÍVIDA DIRECTA DO ESTADO (óptica da contabilidade pública)
(Unidade: EUR milhões)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Juros	3 804,3	4 006,9	3 721,6	3 936,9	4 365,6	4 703,8	4 854,9	4 973,3
Outros encargos *	22,8	21,3	18,5	30,3	31,0	24,0	29,6	32,0
Total encargos	**3 827,2**	**4 028,3**	**3 740,0**	**3 967,2**	**4 396,6**	**4 727,8**	**4 884,5**	**5 005,2**
Por memória								
Juros no âmbito do PDE **	*3 875,2*	*3 796,6*	*3 825,0*	*4 056,1*	*4 364,7*	*4 690,6*	*4 866,8*	*4 778,4*

* Os outros encargos reflectem nomeadamente custos associados à colocação de dívida no mercado (emissão, distribuição e amortização e custódia de títulos), comissão de gestão do IGCP e outras despesas relacionadas com a obtenção de notação de risco de crédito para a República.

** Ao contrário da óptica das Contas Públicas que adopta uma base de caixa, a óptica do PDE considera os juros numa base de especialização de exercícios. De acordo com o documento "*Eurostat Guidance on accounting rules for EDP – Financial derivatives*" - de 13 de Março de 2008, os ganhos/perdas de detenção antecipados, pagos ou recebidos pelo Estado, resultantes do cancelamento dos *swaps* passaram a ser considerados na linha de correcção de juros em contas públicas para juros em contas nacionais, para efeitos do PDE, repartidos ao longo da vida residual teórica do *swap*. Esta alteração metodológica motivou a revisão da série Juros no âmbito do PDE para o período 2000-2008.

EVOLUÇÃO DOS JUROS DA DÍVIDA DIRECTA DO ESTADO



A componente de juros da dívida directa do Estado, na óptica das contas públicas, registou um crescimento de 2,4 por cento em relação a 2008, o que, a par da diminuição do produto, motivou um ligeiro aumento do rácio desta componente no PIB (1 décima de ponto percentual), de 2,9 para por 3,0 cento em 2009.

A taxa de juro implícita da dívida directa do Estado, calculada como o rácio entre o valor dos juros do ano (avaliado na óptica das conta nacionais) e o *stock* médio da dívida, que se mantinha inalterado em torno de 4,2 por cento desde 2005, registou uma redução em 2009 evoluindo para 3,8 por cento.

Os encargos com juros associados aos CA, avaliados em base de contas nacionais, registaram um decréscimo de EUR 312,3 milhões relativamente a 2008, acentuando, assim, o ritmo de queda já verificado nesse ano. Esta evolução resultou do efeito conjugado de menor volume de *stock* (médio) e do decréscimo significativo da componente preço, em consequência da redução das taxas de juro no mercado monetário. Em termos globais, a taxa de juro implícita dos CA reduziu-se de 4,7 para 3,0 por cento em 2009.

VARIAÇÃO DOS JUROS DOS CERTIFICADOS DE AFORRO
(Unidade: EUR milhões)

Ano (1)	*Stock* de dívida médio (2)	Juros (contabilidade nacional) (3)	Taxa de juro implícita (4)	Variação dos juros (5)	Contribuições para a variação dos juros		
					Efeito de *stock* (6)	Efeito preço (7)	Efeito cruzado (8)
2000	13 084,1	708,9	5,4%				
2001	14 207,9	803,4	5,7%	94,5	60,9	31,0	2,7
2002	15 140,0	705,8	4,7%	(97,6)	52,7	(141,1)	(9,3)
2003	15 695,4	596,5	3,8%	(109,3)	25,9	(130,4)	(4,8)
2004	15 878,7	566,7	3,6%	(29,8)	7,0	(36,4)	(0,4)
2005	16 074,6	582,6	3,6%	15,9	7,0	8,8	0,1
2006	16 747,8	705,2	4,2%	122,6	24,4	94,3	3,9
2007	17 649,7	852,5	4,8%	147,3	38,0	103,7	5,6
2008	17 623,9	821,3	4,7%	(31,2)	(1,2)	(30,0)	0,0
2009	17 034,4	509,0	3,0%	(312,3)	(27,5)	(294,7)	9,9

Notas: (2) = S_t - média do *stock* final de t e t -1

(4) = $i_t = (3)_t / (2)_t$

(5) = $\Delta(S_t.i_t) = i_{t-1}.\Delta S_t + S_{t-1}.\Delta i_t + \Delta S_t.\Delta i_t$

(6) = $i_{t-1}.\Delta S_t$

(7) = $S_{t-1}.\Delta i_t$

(8) = $\Delta S_t.\Delta i_t$

No que concerne à dívida total excluindo os CA, o *stock* médio registou um aumento de EUR 10 560,6 milhões, para EUR 108 570,1 milhões, enquanto o valor de juros pagos apresentou um incremento de EUR 223,9 milhões. O acréscimo de juros observado foi explicado pelo aumento do saldo de dívida, já que a evolução favorável da componente preço, originada pela descida da taxa de juro média, de 4,1 para 3,9 por cento em 2009, contribuiu significativamente para atenuar o impacto desfavorável associado ao efeito de *stock*.

VARIAÇÃO DOS JUROS DA DÍVIDA DIRECTA DO ESTADO (excluindo certificados de aforro)
Unidade: EUR milhões

Ano (1)	*Stock* de dívida médio (2)	Juros (contabilidade nacional) (3)	Taxa de juro implícita (4)	Variação dos juros (5)	Contribuições para a variação dos juros		
					Efeito de *stock* (6)	Efeito preço (7)	Efeito cruzado (8)
2000	51 481,7	2 926,0	5,7%				
2001	55 104,9	2 967,3	5,4%	41,3	205,9	(153,8)	(10,8)
2002	60 822,4	3 169,4	5,2%	202,1	307,9	(95,9)	(9,9)
2003	65 730,5	3 200,1	4,9%	30,7	255,8	(208,2)	(16,8)
2004	71 179,4	3 258,4	4,6%	58,3	265,3	(191,2)	(15,8)
2005	80 174,0	3 473,5	4,3%	215,2	411,7	(174,5)	(22,1)
2006	88 409,8	3 659,5	4,1%	186,0	356,8	(154,9)	(15,9)
2007	93 030,9	3 838,1	4,1%	178,6	191,3	(12,1)	(0,6)
2008	98 009,5	4 045,5	4,1%	207,4	205,4	1,9	0,1
2009	108 570,1	4 269,4	3,9%	223,9	435,9	(191,4)	(20,6)

Notas: ver quadro anterior.

Lamento da gaivota à mãe de Vasco da Gama, 1994
Graça Morais
178 cm x 208 cm
Carvão e pastel sobre papel

Gestão do Risco

117

Caracterização da Carteira de Dívida e Indicadores de Custo 118

Custo da carteira *versus benchmark* 119

Indicadores de Risco 119

CaR - Cost-at-Risk 121

Risco de refinanciamento 123

Risco de taxa de juro 123

Risco de taxa de câmbio 125

Risco de crédito 125

Caixa - Novas normas orientadoras para a gestão do risco de crédito 128

Caracterização da Carteira de Dívida e Indicadores de Custo

Em 31 de Dezembro de 2009 o valor da carteira total de dívida directa do Estado, avaliada a preços de mercado[18], era de EUR 138.065 milhões, reflectindo um prémio de 4,7 por cento em face do seu valor nominal. O cupão médio da carteira diminuiu ligeiramente em 2009 para 3,51 por cento. O prazo médio de amortização da dívida também decresceu ligeiramente para 6,10 anos.

CARTEIRA DE DÍVIDA EM FIM DE ANO
(Valores pós-*swaps*)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Outstanding (EUR Milhões)	65 823	72 023	79 554	83 611	90 821	101 810	108 609	112 852	117 169	131 892
Cupão Médio	5,82%	5,31%	5,14%	4,50%	4,43%	4,09%	4,28%	4,35%	4,47%	3,51%
Yield Média	4,96%	4,69%	3,68%	3,18%	2,73%	2,96%	3,93%	4,16%	3,83%	2,93%
Prazo Médio Amortização (anos)	4,61	4,57	4,55	4,31	3,66	4,89	5,84	6,03	6,26	6,10
Duração Modificada	2,96	2,98	3,19	2,92	2,98	3,41	2,91	2,71	3,80	3,52
Valor de Mercado (EUR Milhões)	69 592	76 444	86 159	89 638	97 901	108 997	112 585	116 071	123 537	138 051
Prémio (inc. Juro corrido)	5,7%	6,1%	8,3%	7,2%	7,8%	7,1%	3,6%	2,9%	5,4%	4,7%

[18] A avaliação do valor da carteira de dívida a preços de mercado passou a efectuar-se em 2003, no que se refere às OT, com base nos preços observados em mercado secundário, metodologia que foi posteriormente estendida aos BT. Anteriormente o valor de mercado dos instrumentos de dívida era avaliado por desconto dos *cash-flows* às taxas de referência de mercado, sendo necessário estimar os *spreads* de crédito a aplicar. Actualmente todos os instrumentos com mercado secundário líquido (OT e BT cotados no MEDIP) são avaliados pelos preços aí observados, sendo que os instrumentos de dívida não líquidos são avaliados por preços estimados, calculados com base nos valores interpolados das *yields* dos instrumentos líquidos

Custo da carteira *versus benchmark*

Avaliado a preços de mercado (*marked-to-market*), o custo da Carteira de Dívida Ajustada[19] foi, em 2009, de 4,04 por cento. No mesmo período, para a carteira de referência (*benchmark*) foi calculado um custo de 4,62 por cento, resultando num diferencial de custo favorável à carteira de 58 pontos base[20].

Em termos acumulados, desde 1999, a carteira teve um custo total anualizado de 4,34 por cento, inferior ao do *benchmark* em 3,5 pontos base.

CUSTO ANUALIZADO DA CARTEIRA AJUSTADA E DO *BENCHMARK*

	Taxa Interna de Rentabilidade											
	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	1999/ 2009
Carteira	-1,38%	6,30%	6,19%	8,41%	3,81%	5,93%	3,76%	0,64%	3,03%	7,40%	4,04%	4,34%
Benchmark	-0,97%	6,14%	6,23%	8,44%	3,79%	5,95%	3,59%	0,64%	3,03%	7,02%	4,62%	4,37%
Diferença (em p.b.)	-41,0	16,0	-3,6	-3,5	2,4	-2,0	16,9	0,0	-0,8	37,7	-58	-3,5

Em termos de custo numa base de POCP[21], isto é, sem levar em conta o *marked-to-market* da carteira, esta mostrou poupanças face ao *benchmark* da ordem dos EUR 260 milhões nos últimos 9 anos e de EUR 44 milhões em 2009.

Indicadores de Risco

As Normas Orientadoras para a Gestão da Dívida Pública (*guidelines*) identificam os indicadores de risco considerados mais relevantes para a carteira de dívida do Estado e estabelecem limites para a exposição que a carteira pode assumir, em termos relativos (i.e. desvios em face dos valores equiparados do *benchmark*) ou em termos absolutos. As *guidelines* definem limites máximos absolutos para o perfil de refinanciamento, risco cambial e risco de crédito e limites relativos para o risco de taxa de juro (perfil de *refixing* e duração modificada).

Para além de conterem as restrições que devem ser respeitadas na actividade de gestão da dívida, as *guidelines* estabelecem a carteira de referência, ou *benchmark*, como o referencial de longo prazo para a gestão da carteira.

[19] A Carteira de Dívida Ajustada refere-se ao conjunto dos instrumentos que constituem a carteira da dívida directa do Estado incluindo derivados financeiros, com exclusão das promissórias, da dívida de retalho e de CEDIC.

[20] Mais à frente, no ponto relativo ao risco de taxa de juro, relacionar-se-á a *performance* com o posicionamento da carteira *versus benchmark* e as medidas de gestão que estiveram na sua origem.

[21] Calculado desde 2001.

O modelo de definição de uma carteira *benchmark* para a gestão da dívida pública portuguesa foi desenvolvido pelo IGCP em 1998. Após a sua aplicação durante um período experimental (1999)[22], este modelo e as Normas Orientadoras têm sido revistos em intervalos regulares, tendo-se aplicado a primeira revisão no período 2000-03 e a segunda no período 2004-06. Durante o ano de 2006 teve lugar a terceira revisão.

As Normas Orientadoras actuais, cujos fundamentos e principais resultados foram apresentados na *Caixa - Modelo de gestão do risco*, do relatório anual de 2006, entraram em vigor em Janeiro de 2007.

A actuação do IGCP em 2009 no que diz respeito à gestão da carteira pautou-se pela manutenção da suspensão dos limites de exposição de risco de mercado aprovada pela Tutela, nomeadamente:

- A remoção do limite superior de duração da carteira (ajustada) de dívida que, pelas Normas Orientadoras, se encontrava fixado no valor correspondente ao da carteira *benchmark* acrescida de 0,75.

- A suspensão dos limites indicativos (ou indicadores complementares de risco) de *refixing* relativos da carteira versus o *benchmark*, para os desvios entre as percentagens acumuladas do valor nominal da carteira ajustada a *refixar* ou vencer nos prazos de 12, 24 e 36 meses e os correspondentes valores da carteira *benchmark*, estabelecidos pelas Normas Orientadoras em 10, 15 e 20 pontos percentuais, respectivamente.

Em Maio de 2009, entraram em vigor novas Normas Orientadoras do Risco de Crédito, adequando a gestão de risco de crédito da República Portuguesa aos impactos da crise financeira internacional. A revisão promovida é detalhada na *Caixa – Novas normas orientadoras para a gestão do risco de crédito* deste Relatório.

[22] Ver o Relatório de Gestão da Dívida Pública de 1999.

CaR - Cost-at-Risk [23]

A estimativa do CaR da carteira de dívida toma como ponto de partida a posição da carteira e do benchmark no início do período em análise.

Em 2007, o IGCP adoptou um modelo multifactorial para o apuramento do CaR. A escolha recaiu sobre o modelo de Nelson e Siegel (1987)[24] incorporando a dinamização proposta em Diebold e Li (2006)[25]. A metodologia seguida na implementação deste modelo foi detalhada na caixa – Modelo de geração de cenários de taxa de juro, do Relatório Anual de 2007.

Tendo por base, para a previsão das necessidades de financiamento, o cenário da proposta de Orçamento de Estado para 2010 (Janeiro)[26]; a estratégia de financiamento de referência aprovada pela tutela, aplicada às duas carteiras[27]; e o conjunto de cenários para a dinâmica da curva de rendimentos simulados através do modelo descrito, a estimativa do CaR[28] resultante da simulação da dinâmica da carteira e das *yields* no tempo, é a seguinte:

CaR DA CARTEIRA E DO *BENCHMARK* PARA 2010 E 2011
(para um intervalo de confiança de 95%)

EUR milhões	Carteira / *Benchmark*			
Contas Nacionais	2010	2011	2010	2011
Custo Esperado	5 360	7 189	5 190	6 851
CaR Absoluto (I.C. 95%)	5 513	7 907	5 357	7 629
CaR Relativo (I.C. 95%)	153	719	167	778
CaR Relativo / Custo Esperado	2,9%	10,0%	3,2%	11,4%
CaR Relativo / PIB	0,09%	0,42%	0,10%	0,46%

De acordo com o CaR absoluto estimado, o valor esperado dos encargos com a carteira para 2010 é de EUR 5 360 milhões e existirá uma probabilidade de apenas 5 por cento de esse valor vir a exceder EUR 5 513 milhões. O CaR relativo, para o mesmo nível de significância, é de EUR 153 milhões.

[23] O CaR (*Cost at Risk*) constitui um indicador de risco orçamental, cujo acompanhamento está previsto nas *guidelines*. O IGCP desenvolveu em 2002 um modelo de estimação deste indicador, cujo enquadramento teórico e características foram apresentados no Relatório de Gestão da Dívida Pública de 2002. Trata-se de um estimador estatístico do custo *cash-flow* da dívida que pretende medir a variação máxima desse custo num horizonte temporal definido. Este indicador é apresentado sob duas formas: o CaR absoluto representa o valor máximo que o custo *cash-flow* pode atingir com uma certa probabilidade; o CaR relativo reflecte o desvio máximo desse custo face ao seu valor esperado.

[24] NELSON, Charles; SIEGEL, Andrew. *Parsimonious Modeling of Yield Curve. Journal of Business.* Vol. 60, No. 4 (1987)

[25] DIEBOLD, Francis; LI, Canlin. Li .*Forecasting the Term Structure of Government Bond Yields. Journal of Econometrics.* Vol. 130, No. 2 (2006)

[26] Para 2011 usaram-se as projecções da consulta do FMI a Portugal ao abrigo do artigo IV com dados de Dezembro de 2009, por não estar ainda disponível a actualização ao Programa de Estabilidade e Crescimento.

[27] Esta opção deve-se ao facto de a carteira, para além das operações de financiamento, contratar ainda operações de derivados para ajustar o seu perfil de risco ao do *benchmark*, pelo que em última análise o seu custo depende significativamente da estratégia de financiamento do *benchmark*.

[28] Apurado numa base de Contas Nacionais.

Em termos relativos, por comparação com o PIB, pode concluir-se que a probabilidade de, em 2009, por via da variação das taxas de juro, o rácio do défice orçamental sobre o PIB vir a agravar-se em mais de 0,09 pontos percentuais é inferior a 5 por cento.

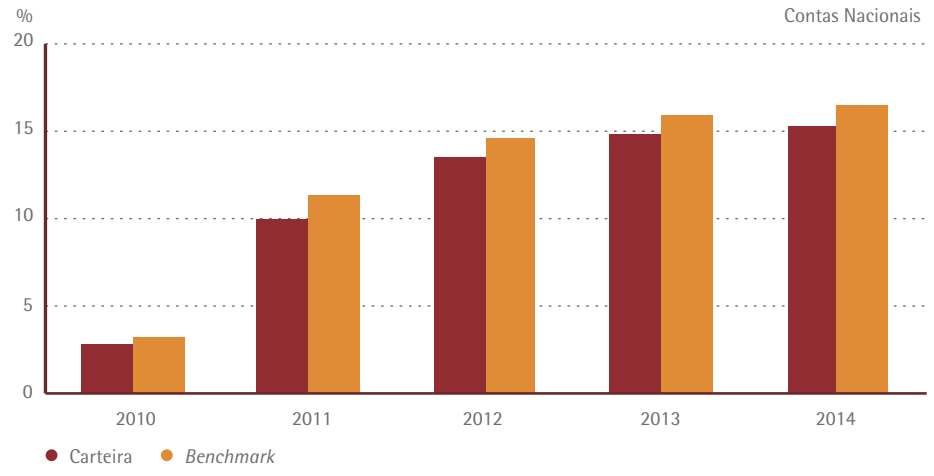
Para avaliar o grau de dispersão da distribuição do custo e permitir adquirir alguma sensibilidade ao impacto dos casos extremos, calcularam-se igualmente valores para o custo potencial em função do intervalo de confiança escolhido.

ANÁLISE DE SENSIBILIDADE DO *CaR* DA CARTEIRA PARA 2010

EUR milhões	Intervalo de confiança		
Contas Nacionais	99%	90%	80%
Custo Esperado	5 360	5 360	5 360
CaR Absoluto	5 581	5 475	5 439
CaR Relativo	221	115	79
CaR Relativo / Custo Esperado	4,1%	2,1%	1,5%
CaR Relativo / PIB	0,13%	0,07%	0,05%

O gráfico seguinte apresenta a evolução do rácio CaR relativo / custo esperado até 2014.

CaR RELATIVO / CUSTO ESPERADO
(para um intervalo de confiança de 95%)

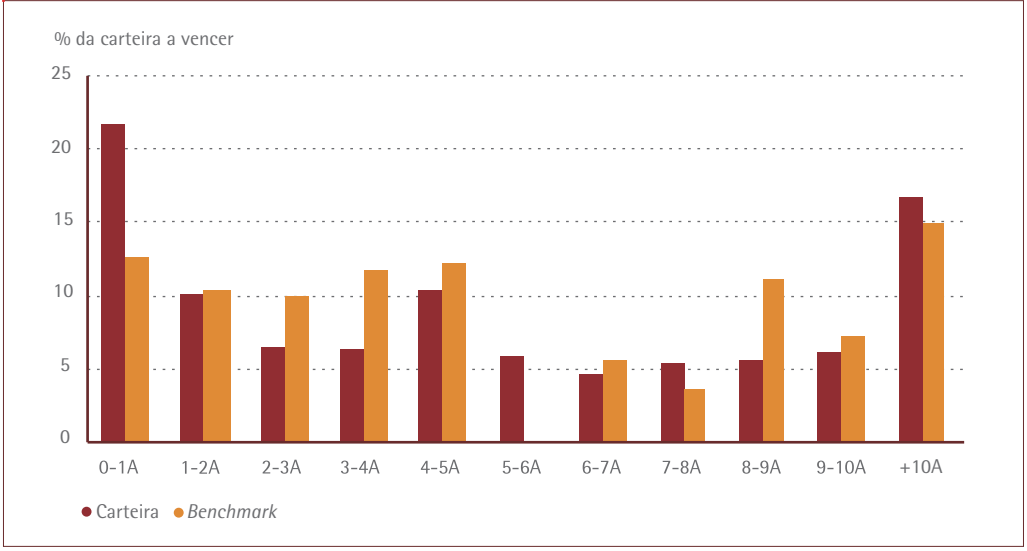


Risco de refinanciamento

A gestão da carteira de dívida pública tem em consideração, para além de variáveis de mercado (negociabilidade, liquidez, manutenção de uma curva *benchmark* da República Portuguesa, entre outros), o controlo do perfil de refinanciamento, no sentido de evitar excessivas concentrações de amortizações que possam vir a onerar, no futuro, o custo de financiamento da carteira.

Os limites absolutos impostos à percentagem da carteira a vencer num prazo de 12 meses, 24 meses e 36 meses são, respectivamente, 25 por cento, 40 por cento e 50 por cento. No final de 2009, a carteira e o *benchmark* apresentavam o seguinte perfil de refinanciamento:

PERFIL DE REFINANCIAMENTO DA CARTEIRA E DO *BENCHMARK*
Perfil de refinanciamento no final de 2009

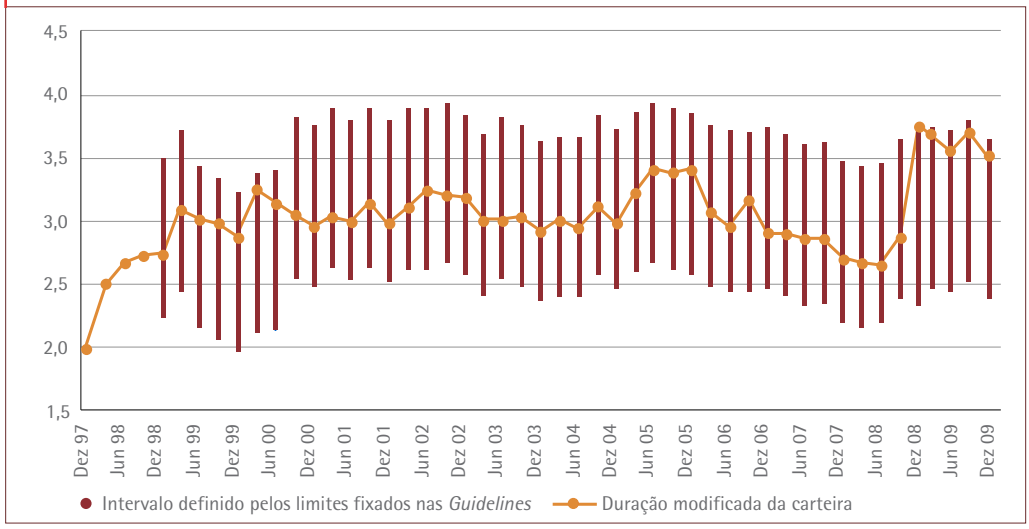


Risco de taxa de juro

A duração modificada da carteira de dívida[29] situava-se no final de 2009 em 3,52, o que representa uma descida assinalável face aos 3,76 registados no final do ano anterior. Em finais de trimestre, durante 2009, a duração modificada da carteira oscilou entre +0,60 e +0,71 em relação à duração da carteira de referência, mantendo-se portanto dentro dos limites definidos pelas Normas Orientadoras: [-0,5;+0,75], ainda que o limite superior deste intervalo se mantenha suspenso.

[29] A duração modificada mede a elasticidade do valor de mercado da carteira à variação das taxas de mercado.

DURAÇÃO MODIFICADA DA CARTEIRA



O diferencial de duração entre carteira e *benchmark* diminuiu substancialmente relativamente ao verificado no final de 2008 (+1,13 anos), apresentando no final de 2009 o valor de +0,63 (anos) portanto dentro do limite superior (ainda que suspenso).

O posicionamento longo da carteira (*versus benchmark*) nas maturidades mais longas (sobretudo no *bucket* dos 30 anos) associado à subida acentuada das taxas observada nessa maturidade (40 pontos base) durante o ano de 2009 contribuiu significativamente para a *performance* relativa positiva da carteira (*versus benchmark*) de 57,8 pontos base, no ano de 2009.

Numa perspectiva de que o risco relevante é o risco *cash-flow*, ou seja, o grau de sensibilidade dos encargos da dívida (e não do valor de mercado da carteira) à volatilidade das taxas de juro, as *guidelines* estabelecem também limites aos desvios do perfil de *refixing* da carteira face ao *benchmark*[30].

A percentagem do valor nominal da carteira a refixar ou a vencer num prazo de 12 meses, 24 meses e 36 meses não poderá afastar-se dos correspondentes valores do *benchmark* em mais do que, respectivamente, 10 por cento, 15 por cento e 20 por cento. Ao longo de todo o ano 2009 estes limites foram respeitados, ainda que se encontrem actualmente suspensos como se mencionou anteriormente. No final de 2009, a carteira e o *benchmark* apresentavam o seguinte perfil de *refixing*:

[30] O perfil de *refixing* reflecte a distribuição no tempo, em valor nominal, dos momentos de (re)fixação do custo da dívida

PERFIL E *REFIXINGS* DA CARTEIRA E DO *BENCHMARK*
Perfil de *refixing* no final de 2009

Risco de taxa de câmbio

No final 2009, e tal como se tem verificado nos últimos anos, a exposição cambial líquida da carteira, após *swap*, era nula.

EXPOSIÇÃO CAMBIAL LÍQUIDA

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
EUR	97,3%	97,2%	97,2%	99,3%	99,9%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
USD	1,7%	1,6%	1,6%	0,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
JPY	0,4%	0,4%	0,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Outras	0,6%	0,7%	0,7%	0,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

A exposição cambial primária (não incluindo operações de cobertura) representava, no final do ano, 0,8 por cento do total da carteira, valor largamente inferior ao limite de 20 por cento fixado nas *guidelines*.

Risco de crédito

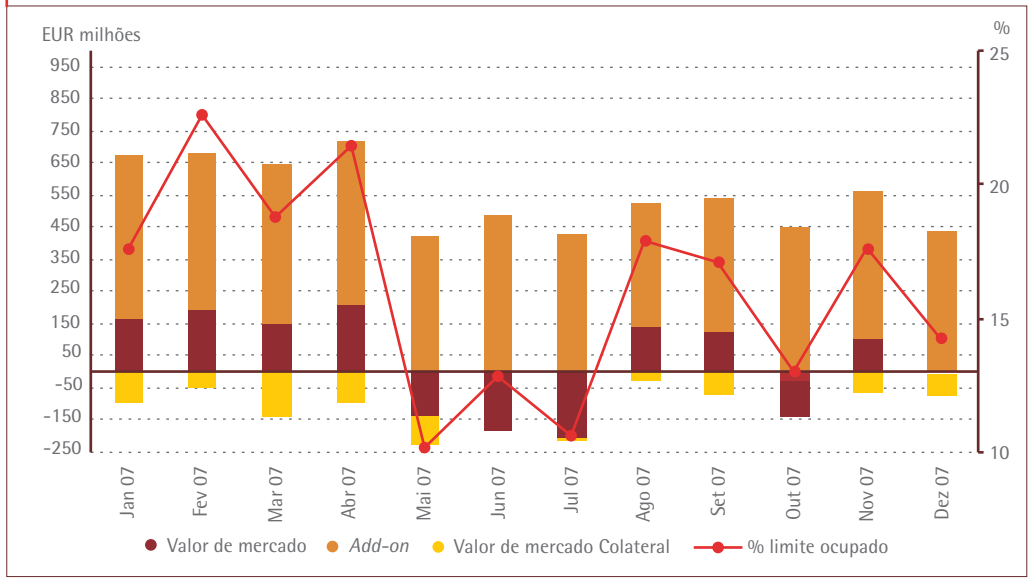
A assunção de risco de crédito por parte da República Portuguesa decorre da contratação de operações com instrumentos derivados, *repos* e aplicações no mercado monetário.

Em Maio de 2009, entraram em vigor novas Normas Orientadoras do Risco de Crédito, cuja revisão é detalhada na *Caixa - Novas normas orientadoras para a gestão do risco de crédito* deste Relatório.

A lista de contrapartes para transacções que envolvam risco de crédito é actualmente composta por 23 instituições financeiras com contratos ISDA assinados, das quais 14 já assinaram também o CSA para a colateralização das transacções de derivados.

Como se pode ver no gráfico, ao longo de 2009, a exposição a risco de crédito da carteira de derivados manteve-se sempre abaixo do limite global estabelecido, graças às medidas tomadas para o controlar e reduzir. Para além das já referidas, fez-se também uso, sempre que possível, da faculdade das avaliações extraordinárias previstas nos CSA/ISDA para pedir reforço do colateral.

RISCO DE CRÉDITO: COMPONENTES



As novas Normas calculam o risco de crédito de cada contraparte (i.e. de todos os seus contratos derivados com a República Portuguesa) utilizando uma metodologia que, tal como a anterior, contempla duas componentes: o seu valor de mercado actual, que representa o valor de substituição da transacção e um *add-on*, que pretende estimar a variação potencial desse valor no futuro. Ao valor que resulta da soma destas duas componentes (sendo que o valor de mercado dos derivados pode ser negativo, como aconteceu em Maio, Junho e Julho) deve ser subtraído o valor de mercado do colateral recebido ao abrigo do CSA.

Novas normas orientadoras para a gestão do risco de crédito

O risco, e a sua percepção pelo mercado, aumentaram substancialmente com a crise financeira despoletada pelo colapso do mercado de crédito *subprime*. Os *spreads* de crédito alargaram, os *ratings* degradaram-se e as dificuldades de instituições financeiras agravaram-se culminando em falências (de que é exemplo a da *Lehman Brothers*), apoios estatais e/ou operações de reestruturação da estrutura accionista. Em consequência, as instituições passaram a ter maiores preocupações com as suas listas de contrapartes e com a forma como gerem o colateral nos contratos *over-the-counter*.

Também o IGCP, em resultado da deterioração dos ratings e indicadores financeiros de Portugal e das instituições financeiras contrapartes da República Portuguesa sentiu a necessidade duma reavaliação das Normas Orientadoras de Risco de Crédito (Normas) de forma a adequar a gestão de risco de crédito da República Portuguesa aos impactos da crise financeira internacional. Essa reavaliação viria a culminar, no 2.º trimestre de 2009, na entrada em vigor de novas Normas após terem recebido o parecer favorável do Conselho Consultivo do IGCP e a competente autorização da Tutela. Apresentam-se de seguida em traços gerais os objectivos preconizados e as alterações introduzidas com a sua revisão.

As Normas Orientadoras de Risco de Crédito estabelecem a metodologia a seguir na selecção das contrapartes, na sua classificação em grupos de risco, na atribuição de limites por grupo e no cálculo da exposição a risco de crédito em operações de derivados, aplicações e *repos* com instituições financeiras contrapartes da República Portuguesa.

Entende-se por exposição a risco de crédito relativo a uma dada Contraparte a perda máxima, com um determinado grau de confiança, no horizonte de tempo futuro relevante, em que a República Portuguesa incorreria como resultado do incumprimento total dessa Contraparte. Esta perda é calculada como o valor em risco durante o horizonte de tempo da exposição e inclui, para além da exposição presente, uma estimativa da exposição potencial.

Pretendeu-se com a revisão das Normas Orientadoras de Risco de Crédito alcançar 3 objectivos principais:

- melhorar a metodologia de acompanhamento e classificação das contrapartes;
- melhorar a metodologia de cálculo do valor em risco ou exposição a risco de crédito;
- minimizar a exposição a risco de crédito através do reforço da colateralização[31].

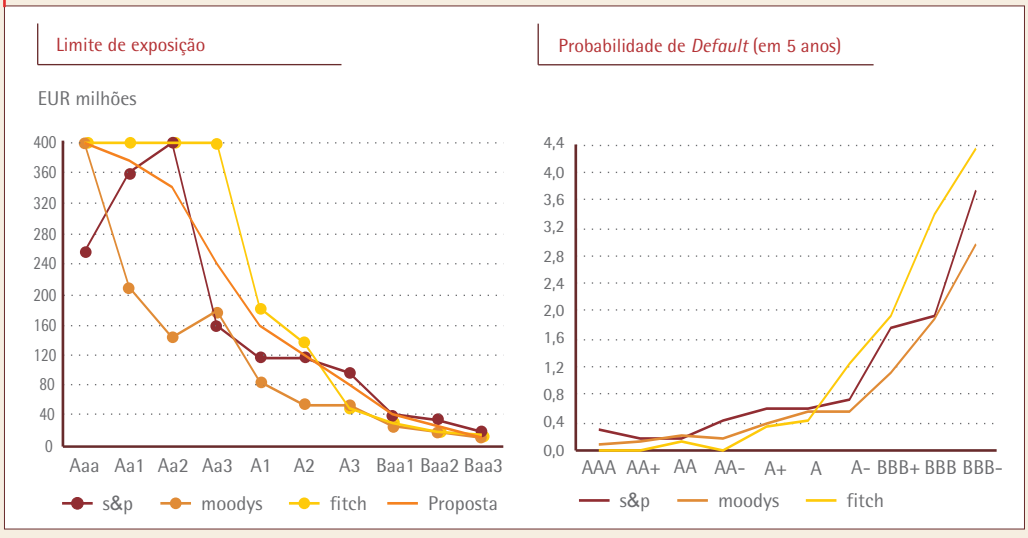
[31] Este objectivo da revisão só será plenamente alcançável após a renegociação com as contrapartes do modelo contratual do CSA (*Credit Support Annex*) ao *ISDA Master Agreement*.

Manteve-se a metodologia de avaliação das contrapartes com base nos *ratings*, mas o *rating* relevante para a avaliação base passou a ser a pior das notações dadas pelas 3 principais agências de *rating* (*Standard & Poor's, Moody's* e *Fitch*). A classificação final das contrapartes passou a depender ainda, para além do *rating*, da avaliação que o Conselho Directivo do IGCP fizer do seu perfil de risco, em função de outros indicadores relevantes, como por exemplo os níveis a que transaccionam os respectivos CDS ou *credit default swaps*. Reduziu-se o *rating* mínimo de admissão na lista de contrapartes de A- para BBB-, mas esta redução foi compensada por uma forte penalização dos limites no caso de transacções de derivados com contrapartes sem CSA assinado e no caso de aplicações não colaterizadas.

Foram criados mais grupos de risco, para que o impacto do *downgrade* de uma certa entidade seja mais suave, o que possibilitará que o *unwind* dessas posições se faça mais cedo e de forma mais gradual, sem aumentar a exposição a risco de crédito da República Portuguesa pois no que se refere a operações com derivados, manteve-se o limite máximo (i.e. do grupo de menor risco) para exposição a risco de crédito. Manteve-se também o anterior limite global de risco de crédito de derivados da carteira (para o conjunto das instituições contrapartes) que se encontra definido em 3 por cento do valor nominal da dívida *outstanding*.

Os limites dos restantes grupos foram estabelecidos em função das probabilidades históricas de *default* a 5 anos (derivados) e 1 ano (aplicações e *repos*) associadas aos respectivos *ratings*. A metodologia seguida na definição dos limites por grupo de derivados encontra-se ilustrada no gráfico seguinte.

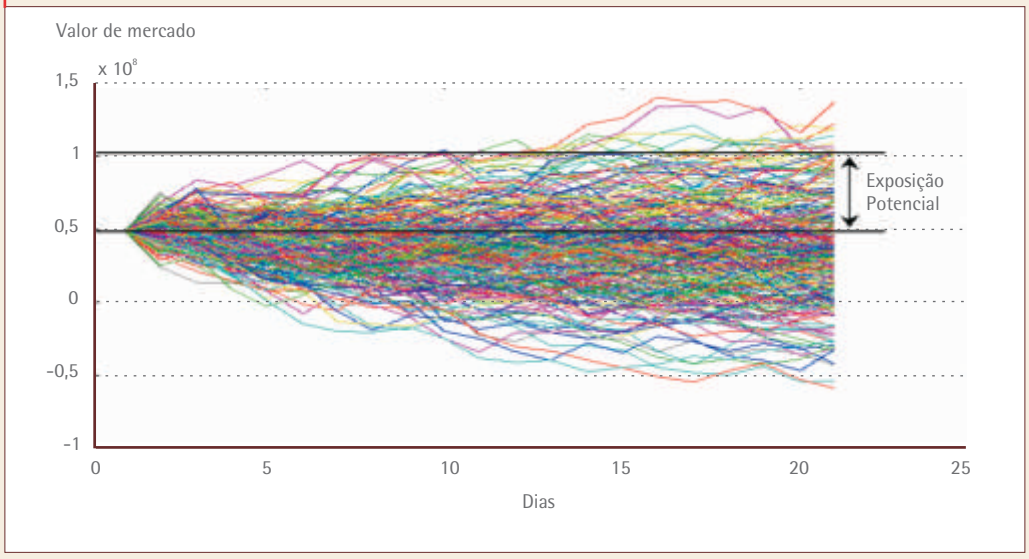
LIMITES DE EXPOSIÇÃO E PROBABILIDADE DE *DEFAULT* POR *RATING*



Na avaliação do montante em risco de derivados, a principal alteração respeita à exposição potencial ou *add-on*[32] que passou a ser calculado por simulação, através de um modelo de geração de cenários para a estrutura de prazo das taxas *swap*, tendo-se adoptado o modelo de Nelson e Siegel (1987)[33] dinamizado de acordo com Diebold e Li (2006)[34]. Este modelo foi descrito na *Caixa - Modelo de geração de cenários de taxa de juro* do Relatório Anual de 2007.

Uma vez simuladas as taxas de juro (após estimação dos parâmetros do modelo adoptado), calcula-se o valor de mercado de todas as transacções vivas com cada contraparte, para cada cenário e para cada data futura simulada. A exposição potencial deve reflectir a variação máxima do valor de mercado, esperada com determinado grau de confiança (95 por cento), no horizonte de tempo relevante. O gráfico seguinte ilustra um possível resultado da aplicação da nova metodologia.

EXEMPLO DE CÁLCULO DA EXPOSIÇÃO POTENCIAL ATRAVÉS DE SIMULAÇÃO



Nesta revisão não foram alteradas de forma relevante as regras e cálculos da exposição a risco de crédito decorrente das operações de aplicação de excedentes de tesouraria excepto no que diz respeito ao acompanhamento e classificação de contrapartes. Pela sua natureza estas operações são pontuais e de curto prazo, pelo que são mais facilmente reajustáveis a conjunturas adversas.

[32] Até à presente revisão, o *add-on* era aproximado por uma expressão analítica.

[33] NELSON, Charles; SIEGEL, Andrew. *Parsimonious Modeling of Yield Curve. Journal of Business.* Vol. 60, No. 4 (1987)

[34] DIEBOLD, Francis; LI, Canlin. Li .*Forecasting the Term Structure of Government Bond Yields. Journal of Econometrics.* Vol. 130, No. 2 (2006)

6479896543398729687693673894878108876382982537208265765866432
9802764386529106438761122987655087383766479896543398729687693
3894878108876382982537208258664320398027643865291064387617383
6479896543398729687693673894878108876379896543398729687693673
4878108876382982537208265765866432033980276438652910643876112
8765508738376643398729687693673894878108876382982537208258664
0398027643865291064387617383766479896543398729687693673894878
8876379896543398464798965433987296876936738948781088763829825
2082657658664320398027643865291064387611229876550873837664798
5433987296876936738948781088763829825372082586643203980276438
2910643876173837664798965433987296876936738948781088763798965
3987296876936738948781088763829825372082657658664320339802764
6529106438761122987655087383766433987296876936738948781088763
9825372082586643203980276468769367389487810887637989654339846
9896543398729687693673894878108876382982537208265765866432039
2764386529106438761122987655087383766479896543398729687693673
4878108876382982537208258664320398027643865291064387617383766
9896543398729687693673894878108876379896543398729687693673894
8108876382982866432039802764386529106438761738376647989654339
2968769367389487810887637989654339872968769367389487810887638
8253720826576586643203398027643865291064387611229876550873837
4339872968769367389487810887638298253720825866432039802764386
9106438761738376647989654339872968769367389487810887637989654
9846479896543398729687693673894878108876382982537208265765866