

# RELATÓRIO ANUAL DE GESTÃO DA TESOURARIA DO ESTADO E DA DÍVIDA PÚBLICA - 2011

6421454367744958005734787462354327290498547563443573  
6354542576125423467876590867634865445787682357458974  
3573635454257612542346787659086763486544578768235745  
8974370398356378356458005734787462354327290498547563  
4435736354542576125423467876590867634865445787682357  
4589743703983563783564214543677449580057347874623543  
2729049854756344357363545425761254234678765908676348  
6544578768235745897437039835637835642145436774495800  
7876590867634865445787682357458974370398356378356421  
4543677449580057347874623543272904985475634435736354  
5425761254234678765908676348654457876823574589743703  
9835637835642145436774495800573478746235432729049854  
7563443573635454257612542346787659086763486544578768  
2357458974370398356378356421454367744958005734787462  
3543272904985475634435736354542576125423467876590867  
6348654457876823574589743703983563783564214543677449  
5800573478746235432729049854756344357363545425761254  
2346787659086763486544578768235745897437039835637835  
6421454367744958005734787462354327290498547563443573  
6354542576125423467876590867634865445787682357458974  
3703983563783564214543677449580057347874623543272904  
9854756344357363545425761254234865445787682357458974  
3703983563783564214543677449580057347874623543272904  
9854756344357363545425761253543272904985475634435736  
3354327290498547563443573633543272904985475634435736  
3354327290498547563443573634234678765908631544576556

0573478987746290498529049854759049854756344347563443  
3543272904985475634435736342346787659086315445765563  
3543272904985475634435736342346787659086315445765563

## ÍNDICE

<b>APRESENTAÇÃO .....</b>	<b>6</b>
<b>ÓRGÃOS ESTATUTÁRIOS DO IGCP* .....</b>	<b>7</b>
Caixa ENTIDADES COM ESTATUTO DE OPERADORES DA DÍVIDA PÚBLICA PARA 2012 .....	8
Caixa NOVA LEI DE ENQUADRAMENTO ORÇAMENTAL: PERSPETIVA PLURIANUAL.....	9
<b>ECONOMIA E MERCADOS FINANCEIROS EM 2011 .....</b>	<b>10</b>
<b>ENQUADRAMENTO INTERNACIONAL.....</b>	<b>10</b>
<b>ECONOMIA PORTUGUESA .....</b>	<b>15</b>
Caixa PROGRAMA DE ASSISTÊNCIA ECONÓMICA E FINANCEIRA (PAEF).....	18
<b>FINANCIAMENTO E MERCADO DE DÍVIDA PÚBLICA PORTUGUESA .....</b>	<b>20</b>
<b>ESTRATÉGIA DE GESTÃO DA DÍVIDA PÚBLICA PORTUGUESA EM 2011.....</b>	<b>20</b>
<b>NECESSIDADES DE FINANCIAMENTO .....</b>	<b>20</b>
<b>FINANCIAMENTO EFETUADO.....</b>	<b>21</b>
<b>PROGRAMA DE RECOMPRA DE DÍVIDA.....</b>	<b>24</b>
<b>MERCADO SECUNDÁRIO DA DÍVIDA PÚBLICA PORTUGUESA.....</b>	<b>24</b>
<b>PARTICIPANTES DO MERCADO DE DÍVIDA PÚBLICA PORTUGUESA.....</b>	<b>27</b>
<b>FINANCIAMENTO, APLICAÇÕES E OPERAÇÕES DE GESTÃO ATIVA .....</b>	<b>28</b>
<b>OPERAÇÕES EFECTUADAS NO ÂMBITO DAS FACILIDADES DE REPOTES .....</b>	<b>28</b>
<b>OPERAÇÕES DE GESTÃO ATIVA DA DÍVIDA .....</b>	<b>28</b>
<b>APLICAÇÕES DE DISPONIBILIDADES DE TESOURARIA .....</b>	<b>29</b>
<b>TESOURARIA DO ESTADO .....</b>	<b>30</b>
<b>AS CONTAS DA TESOURARIA DO ESTADO .....</b>	<b>30</b>
<b>DÍVIDA DIRETA DO ESTADO E ENCARGOS.....</b>	<b>35</b>
<b>SALDO DA DÍVIDA DIRETA DO ESTADO .....</b>	<b>35</b>
<b>ENCARGOS CORRENTES DA DÍVIDA .....</b>	<b>37</b>
<b>GESTÃO DO RISCO.....</b>	<b>40</b>
<b>CARACTERIZAÇÃO DA CARTEIRA DE DÍVIDA E INDICADORES DE CUSTO .....</b>	<b>40</b>
<b>INDICADORES DE RISCO .....</b>	<b>41</b>

## ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Crescimento real do produto .....	10
Gráfico 2 - Evolução do nível geral de preços .....	12
Gráfico 3 - Défice orçamental e dívida pública em países selecionados da área do euro em 2010 e 2011 .....	12
Gráfico 4 - <i>Spreads</i> de soberanos da área do euro face ao <i>Bund</i> alemão .....	13
Gráfico 5 - Taxas de juro de longo prazo.....	14
Gráfico 6 - Estrutura temporal das taxas de juro .....	15
Gráfico 7 - Crescimento real do produto e contributos para o crescimento do PIB em Portugal.....	16
Gráfico 8 – Défice orçamental e dívida pública em Portugal.....	17
Gráfico 9 – Estrutura do <i>stock</i> da dívida por tipo de instrumento.....	20
Gráfico 10 – Composição da curva de OT no final de 2011 (EUR milhões).....	23
Gráfico 11 – Composição da curva de BT no final de 2011 (EUR milhões).....	24
Gráfico 12 – <i>Ratings</i> na área do euro (média das 3 principais agências .....	26
Gráfico 13 – <i>Bid-offer spreads</i> por tipo de instrumento.....	26
Gráfico 14 – Negociação média diária em mercado secundário.....	27
Gráfico 15 – Organismos utilizadores do HB em 2011 .....	31
Gráfico 16 – Evolução do n.º de contas no HB por tipo de Organismo .....	32
Gráfico 17 – Percentagem de cumprimento do Princípio da Unidade da Tesouraria do Estado .....	34
Gráfico 18 - Evolução dos juros da dívida direta do Estado.....	39
Gráfico 19 - Perfil de refinanciamento da Carteira .....	42
Gráfico 20 - Duração modificada da Carteira Total .....	42
Gráfico 21 - Perfil de <i>refixing</i> da Carteira.....	43
Gráfico 22 - Risco de crédito – componentes.....	44

## ÍNDICE DE QUADROS

Quadro 1 – Consolidação orçamental.....	18
Quadro 2 – Necessidades de financiamento do Estado .....	21
Quadro 3 – Composição do financiamento em 2011 .....	21
Quadro 4 – Tranches desembolsadas ao abrigo do PAEF.....	22
Quadro 5 – Média ponderada dos leilões de OT em 2010 e 2011 .....	23
Quadro 6 – Resultado dos leilões de BT em 2010 e 2011 .....	23
Quadro 7 – Evolução anual dos <i>Asset Swap Spreads</i> .....	25
Quadro 8 - Variação anual de <i>CDS</i> .....	25
Quadro 9 – OEVT e EBT performance .....	27
Quadro 10 – Transações sobre derivados financeiros.....	28
Quadro 11 – Carteira de derivados financeiros em 31.12.2011 .....	28
Quadro 12 – Disponibilidades da Tesouraria do Estado.....	30
Quadro 13 – Evolução do número de Organismos e Contas no HB .....	31
Quadro 14 – Aplicações de excedentes de Tesouraria – 2010/2011 .....	33
Quadro 15 – Fluxos financeiros entre Portugal e a União Europeia .....	34
Quadro 16 – Dívida direta do Estado .....	35
Quadro 17 – Evolução do <i>stock</i> de Certificados de Aforro .....	37
Quadro 18 – Encargos correntes da dívida direta do Estado.....	38
Quadro 19 – Variação dos juros.....	38
Quadro 20 – Carteira de dívida em fim de ano (valores pós-swaps) .....	40
Quadro 21 – Custo anualizado da carteira ajustada e do <i>benchmark</i> .....	40
Quadro 22 – <i>CaR</i> da carteira para 2011 e 2012.....	41

## Siglas

ASW	Asset Swap
AP	Administração Pública
BCE	Banco Central Europeu
BdP	Banco de Portugal
BPN	Banco Português de Negócios
BT	Bilhetes do Tesouro
CA	Certificados de Aforro
CaR	Cost-at-Risk
CDS	Credit Default Swaps
CE	Comissão Europeia
CEDIC	Certificados Especiais de Dívida Pública
CEDIM	Certificados Especiais de Dívida de Médio e Longo Prazo
CSA	Credit Support Annex
CT	Certificados do Tesouro
CTT	Correios de Portugal
DGO	Direção-Geral do Orçamento
DUC	Documento Único de Cobrança
EBT	Especialista em Bilhetes do Tesouro
EMTN	Euro Medium Term Notes
EPE	Entidades Públicas Empresariais
EUA	Estados Unidos da América
FED	Reserva Federal
FEFF	Fundo Europeu de Estabilização Financeira
FMI	Fundo Monetário Internacional
FRDP	Fundo de Regularização da Dívida Pública
HB	Homebanking
IGCP	Instituto de Gestão da Tesouraria e do Crédito Público
IHPC	Índice Harmonizado de Preços no Consumidor
INE	Instituto Nacional de Estatística
IPC	Índice de Preços no Consumidor
IRN	Instituto dos Registos e Notariado
ISDA	International Swaps and Derivatives Association
IRS	Interest rate swaps
LEO	Lei de Enquadramento Orçamental
MEDIP	Mercado Especial da Dívida Pública
MEEF	Mecanismo Europeu de Estabilização Financeira
MEFP	Memorandum of Economic and Financial Policies
MoU	Memorandum of Understanding on Specific Economic Policy Conditionality
OCDE	Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico
OE	Orçamento do Estado
OEVT	Operadores Especializados em Valores do Tesouro
OMP	Operadores do Mercado Primário
ONSUTE	Organismos não sujeitos à Tesouraria do Estado
OT	Obrigações do Tesouro
PAEF	Programa de Assistência Económica e Financeira
PEC	Programa de Estabilidade e Crescimento
PIB	Produto Interno Bruto
PIDDAC	Programa de Investimentos e Despesas de Desenvolvimento da Administração Central
PPP	Parcerias Público-Privadas
Repos	Reportes (Acordos de Recompra)
RTE	Regime da Tesouraria do Estado
SA	Sociedade Anónima
SFA	Serviços e Fundos Autónomos
SI	Serviços integrados
UE	União Europeia

## APRESENTAÇÃO

Conforme determinação estatutária, e prosseguindo uma política de transparência, o IGCP apresenta em documento próprio o Relatório Anual de Gestão da Tesouraria e da Dívida Pública, disponibilizando as informações respeitantes à gestão da dívida e das disponibilidades de tesouraria em 2011.

Num contexto de continuação e aprofundamento da crise das dívidas soberanas, o ano de 2011 fica marcado pelo pedido de assistência económica e financeira de Portugal, que culminou na assinatura do *MoU* com a CE e BCE, e do *MEFP* com o FMI, em 17 de maio. No que se refere ao IGCP, estes factos obrigaram a um reequacionamento profundo da respetiva atividade, já que através do PAEF ficaram asseguradas as necessidades de financiamento de médio e longo prazo até setembro de 2013. Neste contexto, registou-se uma alteração significativa das fontes de financiamento face ao modelo habitual, com os instrumentos de recurso ao mercado a registarem emissões líquidas negativas, o que aconteceu pela primeira vez com as Obrigações do Tesouro, cujas emissões ficaram suspensas na sequência da assinatura do PAEF. No que se refere à emissão de Bilhetes do Tesouro, também negativas em termos líquidos, estes passaram a consubstanciar o instrumento fundamental de recurso ao mercado, que passou a concentrar-se nos prazos mais curtos (três e seis meses), só se tendo registado condições de mercado que permitissem prazos mais longos já no primeiro trimestre do ano corrente. Os instrumentos de financiamento de retalho (Certificados de Aforro e Certificados do Tesouro) registaram, no seu conjunto e não obstante comportamentos diferenciados, um decréscimo significativo do respetivo saldo, refletindo um movimento de resgates que, no caso dos Certificados de Aforro, terá sido motivado, por um lado, pelo crescente diferencial das taxas oferecidas face a alternativas de poupança no sistema financeiro nacional, e, por outro lado, por uma perceção de risco acrescido. Em resultado destas tendências, a composição da dívida no final do ano transato apresentava-se substancialmente diferente do quadro tradicional, com a generalidade das componentes que habitualmente a integram a registar decréscimos e com os empréstimos no âmbito do PAEF a representarem já 20,5% do total.

O alargamento do princípio da unidade da tesouraria do Estado às Empresas Públicas não Financeiras, imposto pela Lei Orçamental, conduziu a um alargamento importante do número de entidades utilizadoras dos sistemas do IGCP, bem como a uma diversificação da respetiva tipologia, tendo sido possível a manutenção dos níveis de serviço e o alargamento da gama de produtos oferecidos, nomeadamente com a introdução dos CEDIM, instrumento que permite aplicações por prazos mais alargados dos que eram possíveis até o seu lançamento e que se revelou particularmente ajustado às necessidades das entidades recém integradas no universo da tesouraria do Estado. Deste modo, foi possível manter em níveis elevados o cumprimento do princípio da unidade da tesouraria do Estado.

O Conselho Diretivo do IGCP expressa o seu agradecimento aos elementos do Conselho Consultivo e da Comissão de Fiscalização pela sua colaboração e empenho no exercício das respetivas atribuições.

Finalmente, uma palavra especial de reconhecimento aos colaboradores do Instituto, que com a sua dedicação e profissionalismo contribuíram decisivamente para o desempenho da instituição num período particularmente difícil.

O Conselho Diretivo

Março de 2012

## **ÓRGÃOS ESTATUTÁRIOS DO IGCP\***

### **CONSELHO DIRETIVO**

Alberto Manuel Sarmiento Azevedo Soares (Presidente)

António Abel Sancho Pontes Correia (Vogal)

Luís Adriano Alberti de Varennes e Mendonça (Vogal)

### **CONSELHO CONSULTIVO\*\***

Alberto Manuel Sarmiento Azevedo Soares (Presidente)

António do Pranto Nogueira Leite

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

\* À data da conclusão do Relatório  
\*\* Até 21 de julho de 2011

**Caixa ENTIDADES COM ESTATUTO DE OPERADORES DA DÍVIDA PÚBLICA PARA 2012**

**OT – Obrigações do Tesouro**

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

**BT – Bilhetes do Tesouro**

<b>EBT – Especialistas em Bilhetes do Tesouro</b>
Banco Espírito Santo, SA Barclays Bank, plc Banco Santander BBVA BNP Paribas Banco Português de Investimento (desde 1 de março de 2012) 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 Millenniumbcp Morgan Stanley & Co International Limited Société Générale The Royal Bank of Scotland, plc



## Caixa NOVA LEI DE ENQUADRAMENTO ORÇAMENTAL: PERSPETIVA PLURIANUAL

A Lei n.º 22/2011, de 20 de maio, veio proceder a diversas alterações substantivas à Lei de Enquadramento Orçamental (LEO), desde logo alargando o âmbito de aplicação da Lei do Orçamento de Estado para incorporar todas as entidades que fazem parte das Administrações Públicas para efeitos do Sistema Europeu de Contas Nacionais.

A nova Lei de Enquadramento Orçamental passa a estar abrangida pelo princípio do enquadramento plurianual. Com efeito, de acordo com o Artigo 4.º, a elaboração dos orçamentos é enquadrada num quadro plurianual de programação orçamental, passando a integrar os programas, medidas e projetos ou atividades que impliquem encargos plurianuais, evidenciando-se a despesa total, os encargos relativos ao ano em causa e a despesa referente aos três anos seguintes.

Os subsectores que constituem o setor público administrativo, bem como os organismos que os integram, ficam sujeitos ao princípio da estabilidade orçamental (Artigo 10.º-A) e ao princípio da solidariedade recíproca (Artigo 10.º-B). Entende-se por estabilidade o equilíbrio ou excedente orçamental de acordo com o Sistema Europeu de Contas Nacionais, e por solidariedade recíproca a obrigatoriedade de os organismos de todos os subsectores contribuírem proporcionalmente para a realização do princípio da estabilidade orçamental.

A Lei agora objeto de alteração, subordina a construção do orçamento anual aos princípios e às metas estabelecidas no Plano de Estabilidade e Crescimento (PEC). De acordo com o Artigo 12.º-B, o processo orçamental inicia-se com a revisão do PEC e deve incluir as medidas de política económica e orçamental apresentando os seus efeitos financeiros, devidamente justificados com calendário de execução. A revisão do PEC deve incluir também, um projeto de atualização do Quadro Plurianual de Programação Financeira (Artigo 12.º-D), que deve ser apresentado em simultâneo com a Lei do orçamento em cada ano e atualizado para os 4 anos seguintes.

A LEO impõe que o saldo orçamental corrigido dos efeitos do ciclo e de medidas temporárias não pode ser inferior ao objetivo de médio prazo definido no PEC (Artigo 12.º-C).

Em relação ao financiamento do Estado, a nova LEO introduz uma alteração que permite a antecipação de financiamento por conta de parte das amortizações do ano seguinte. Com efeito, o novo Artigo 16.º-A estabelece que o limite de endividamento líquido global direto possa aumentar até 50 por cento das amortizações previstas de dívida pública fundada a realizar no ano subsequente. Se esta possibilidade for utilizada, o Estado deve reduzir, em igual montante, o limite de endividamento do ano subsequente, podendo, no entanto, aumentar até 50 por cento das amortizações de dívida pública fundada a realizar no ano orçamental seguinte.

Esta alteração introduz maior flexibilidade na estratégia de gestão da dívida pública, ao permitir uma escolha mais eficiente do momento de financiamento do Estado, que poderá agora ser definido em função das condições de mercado, e não estar unicamente restringido às necessidades de financiamento de um determinado ano orçamental.

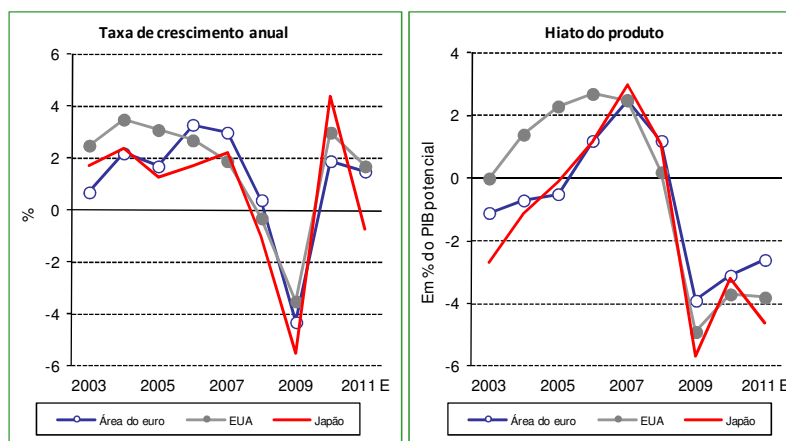
## ECONOMIA E MERCADOS FINANCEIROS EM 2011

### ENQUADRAMENTO INTERNACIONAL

A economia mundial manteve em 2011 a tendência de recuperação económica iniciada em 2010, verificando-se, no entanto, um abrandamento do ritmo de crescimento da atividade económica, que de acordo com o FMI passou de 5,2 por cento em 2010 para 3,8 por cento em 2011.<sup>1</sup> Enquanto a maioria das economias emergentes cresceram de forma significativa (6,2 por cento), grande parte das economias mais avançadas registaram uma recuperação mais lenta (1,6 por cento). Os motivos para esta desaceleração são vários, passando por acontecimentos, como o terramoto do Japão e os choques da oferta de petróleo, bem como pela redução da liquidez de crédito, resultante da necessária desalavancagem do sector bancário e da crise de dívida soberana enfrentada por alguns países da área do euro. Estes fatores condicionaram o comportamento da procura interna, o que se refletiu desfavoravelmente na atividade económica destes países.

O abrandamento no crescimento foi observado nas principais economias do globo. Nos EUA a atividade económica cresceu 1,7 por cento em 2011, menos 1,3 pontos percentuais que no ano anterior, e na área do euro o crescimento do PIB reduziu-se 0,4 pontos percentuais, para 1,5 por cento. Já no Japão, o produto contraiu 0,7 por cento, o que compara com um crescimento robusto de 4,4 por cento em 2010. De acordo com as estimativas da OCDE o hiato do produto manteve um valor significativamente negativo em 2011 nestas três economias, situando-se em -2,6, -3,8, e -4,6 por cento na área do euro, EUA, e Japão, respetivamente.

Gráfico 1 - Crescimento real do produto



FONTE: Comissão Europeia e OCDE

Nos EUA, a decomposição do produto pela ótica da despesa revela que apenas o consumo público apresentou uma desaceleração face ao crescimento do ano anterior, verificando uma queda de 2,1 por cento face a um crescimento de 0,7 por cento em 2010. Assim, e não obstante a queda no consumo público, a procura interna teve um contributo positivo de 1,7 pontos percentuais para o crescimento do PIB. Por sua vez, as exportações líquidas tiveram um contributo praticamente nulo, ainda assim mais favorável do que o verificado no ano anterior (-0,5 pontos percentuais), explicado por um

<sup>1</sup> FMI, *World Economic Outlook Update*, janeiro 2012.

crescimento das exportações de 6,7 por cento, insuficiente para compensar o crescimento de 4,9 por cento das importações.

Na área do euro assistiu-se a uma desaceleração do crescimento das componentes de consumo privado e de consumo público, para 0,4 e 0,3 por cento respetivamente, o que compara com 1,0 e 0,7 por cento em 2010. O investimento, por seu lado, apresentou um crescimento de 1,9 por cento face ao ano anterior, depois de ter registado uma queda de 0,3 por cento em 2010. Deste modo a procura interna contribuiu para o aumento do PIB em 0,6 pontos percentuais. Ao contrário dos EUA, na área do euro, a procura externa líquida registou um contributo positivo, de 0,7 pontos percentuais.

A confiança dos industriais e dos consumidores evidenciou um comportamento idêntico ao longo de 2011, com os índices a registarem uma descida generalizada ao longo do ano, tanto nos EUA como na área do euro, sinalizando um novo abrandamento do ritmo de crescimento da atividade económica para os primeiros meses de 2012, sobretudo na área do euro.

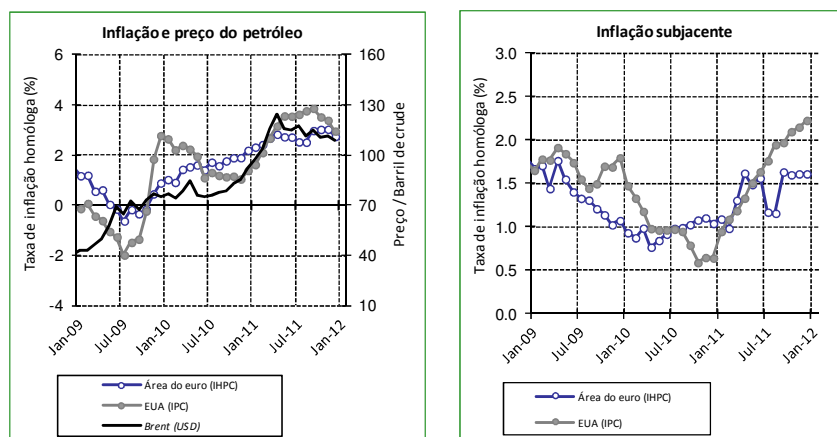
Com efeito, as principais instituições internacionais antevêm que em 2012 se mantenha o ciclo de recuperação da atividade económica mundial, mas a um ritmo mais moderado do que o antecipado anteriormente. Nas suas previsões de janeiro, o FMI antecipa um crescimento de 1,8 por cento para EUA e 1,7 por cento para o Japão, ao passo que para a área do euro antevê uma contração do PIB de 0,5 por cento.

A taxa de desemprego diminuiu nos países industrializados, embora de forma mais acentuada nos EUA, onde passou de uma média de 9,6 por cento em 2010, para 9 por cento em 2011 (sendo que em dezembro já se situava em apenas 8,5 por cento). No Japão, a taxa de desemprego desceu de 5,1 para 4,9 por cento e na área do euro a descida de 10,1 para 10 por cento esconde uma evolução muito díspar nas economias que a compõem: se na Alemanha a taxa de desemprego se encontra em mínimos históricos (6,1 por cento), noutros países, (como Grécia, Portugal e Espanha) a taxa de desemprego aumentou de forma muito significativa.

Nos EUA, a inflação homóloga manteve uma trajetória ascendente nos três primeiros trimestres de 2011, com a variação homóloga do IPC a passar de 1,4 por cento no final de 2010 para um máximo de 3,9 por cento em setembro, diminuindo nos últimos 3 meses do ano para 3 por cento. Na área do euro a inflação homóloga permaneceu acima de 2 por cento, tendo atingido um máximo de 3 por cento também em setembro. A variação média anual dos preços, em 2011, cifrou-se em 3,1 por cento nos EUA e 2,7 por cento na área do euro (uma subida significativa face aos valores de 1,7 e 1,6 por cento em 2010).

Apesar de parte da subida da inflação ser justificada pelo aumento do preço do petróleo registado no final de 2010 e início de 2011, a variação homóloga da componente principal do IPC (que exclui os preços dos bens energéticos e da alimentação) também registou uma tendência de subida em 2011, subindo de 0,6 por cento no final de 2010 para 2,2 por cento em dezembro de 2011 nos EUA, e de 1 para 1,6 por cento na área do euro.

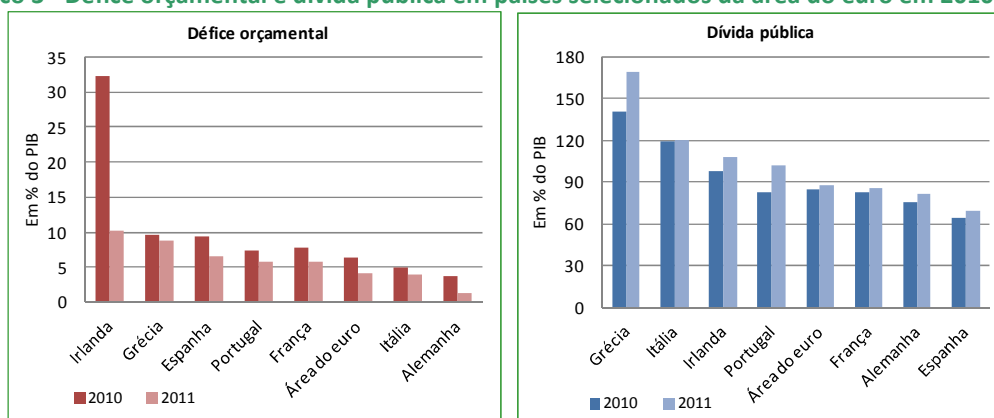
Gráfico 2 - Evolução do nível geral de preços



FONTE: Reuters e Eurostat

A crise económica e financeira e os desequilíbrios orçamentais enfrentados por alguns países da área do euro obrigaram muitos países a tomar medidas de contenção orçamental e de reequilíbrio das finanças públicas, o que se traduziu numa redução do défice orçamental na área do euro de 6,2 para 4,1 por cento do PIB, de acordo com as estimativas da Comissão Europeia.<sup>2</sup>

Gráfico 3 - Déficit orçamental e dívida pública em países selecionados da área do euro em 2010 e 2011



FONTE: Comissão Europeia

Nos EUA, o défice também diminuiu, embora tenha mantido um valor muito elevado, ao passar de 11,6 para 10 por cento do PIB, ao passo que no caso do Japão se registou um incremento, com o défice a passar de 6,8 para 7,2 por cento em 2011.

O valor ainda elevado do défice observado nas economias mais avançadas traduziu-se numa manutenção da trajetória de subida da dívida pública. Na área do euro, a dívida terá atingido 88 por cento do PIB em 2011, depois de 85,6 por cento no ano anterior, ao passo que nos EUA a dívida subiu de 95,2 para 101,0 por cento e no Japão de 197,6 para 206,2 por cento.

Neste contexto, a política monetária manteve um cariz expansionista e essencial na promoção de liquidez ao mercado, apesar de ter havido algumas alterações em 2011. Com efeito, na primeira metade do ano o Banco Central Europeu (BCE) começou a manifestar algum receio em relação à evolução do nível de preços e subiu a taxa *repo* em 25 pontos base por duas vezes, passando de 1 por cento em abril de 2011 para 1,5 por cento em julho, com o objetivo de controlar as expectativas

<sup>2</sup> Comissão Europeia, *European Economy*, novembro 2011.

inflacionistas resultantes da subida do preço dos bens energéticos e outras *commodities*. Já no final do ano, com o agravamento da crise da dívida soberana e das perspectivas de crescimento para a área do euro, o BCE voltou a adotar uma posição mais acomodatória, descendo a sua taxa de referência para 1 por cento e alargando as medidas de promoção da liquidez, nomeadamente através da concessão de linhas de crédito a 3 anos com montante ilimitado.

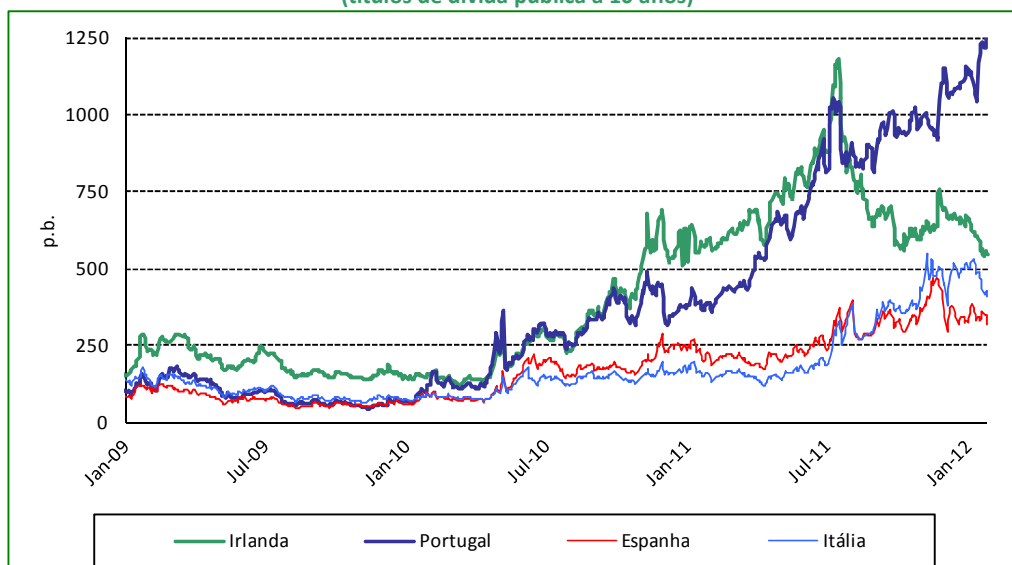
Por sua vez, a Reserva Federal (*Fed*) manteve ao longo do ano a perspectiva de que as pressões sobre a inflação *core* permanecessem contidas, já que as subidas nos preços da energia e dos bens alimentares se prefiguravam temporárias, tendo mantido a sua taxa diretora (*fed funds*) inalterada no intervalo compreendido entre 0 e 0,25 por cento. Adicionalmente, a *Fed* manteve também o seu programa de compra de ativos do Tesouro norte-americano, tendo anunciado uma operação de substituição de títulos de dívida com maturidades curtas por títulos com prazos mais longos, com o intuito de diminuir assim a pressão sobre as taxas de juro destes últimos.

Tanto em 2010 como no decorrer de 2011, o comportamento do mercado obrigacionista ficou marcado pela crise da dívida soberana em alguns países da área do euro, sobretudo aqueles que acabaram por recorrer a programas de assistência financeira: Grécia, Irlanda, e Portugal.

No início de 2011 a reavaliação das perspectivas sobre a sustentabilidade das finanças públicas em vários soberanos europeus teve repercussões importantes no mercado de dívida, com os diferenciais das taxas de juro face ao *benchmark* alemão a aumentarem de forma significativa na Grécia, Irlanda, e Portugal, especialmente entre fevereiro e abril. Em meados de abril, Portugal solicitou a ajuda internacional para fazer face aos seus compromissos financeiros, tendo acordado em maio com a CE, o BCE e o FMI um Programa de Assistência Económica e Financeira, que contempla um financiamento de EUR 78 mil milhões durante 3 anos (ver caixa).

No entanto, apesar da ligeira redução dos *spreads* observada após o pedido de ajuda, as *yields* da dívida portuguesa retomariam a trajetória ascendente, atingindo novos máximos no final do ano.

Gráfico 4 - *Spreads* de soberanos da área do euro face ao *Bund* alemão  
(títulos de dívida pública a 10 anos)

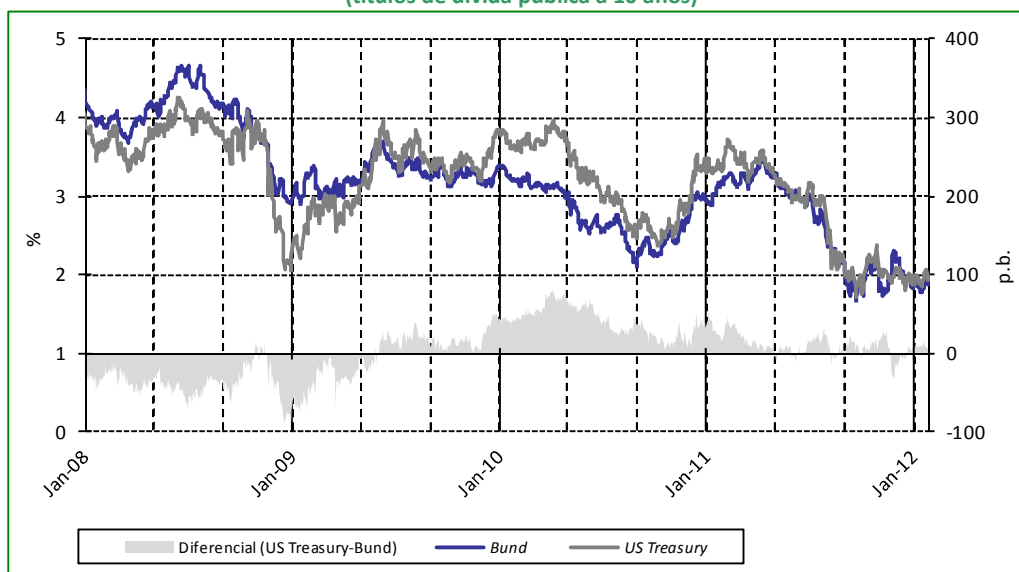


FONTE: Reuters

A evolução dos mercados de dívida periféricos esteve associada a um movimento de *flight-to-safety*, que se refletiu no comportamento dos títulos de dívida de referência. Na maturidade de 10 anos a taxa de juro do *Treasury* diminuiu de 3,29 por cento no final de 2010, para um mínimo de 1,72 por cento em setembro, ao passo que na Alemanha a taxa de rendibilidade do *Bund* se reduziu de 3,0 por cento para próximo de 1,7 por cento, valores que em ambos os casos ultrapassaram os anteriores mínimos históricos alcançados no final de 2008 e 2010, respetivamente.

O diferencial entre as taxas de juro dos títulos a 10 anos, dos EUA e Alemanha apresentou uma tendência de estreitamento gradual na primeira metade do ano, tendo depois estabilizado num valor próximo de zero na segunda metade do ano.

Gráfico 5 - Taxas de juro de longo prazo  
(títulos de dívida pública a 10 anos)



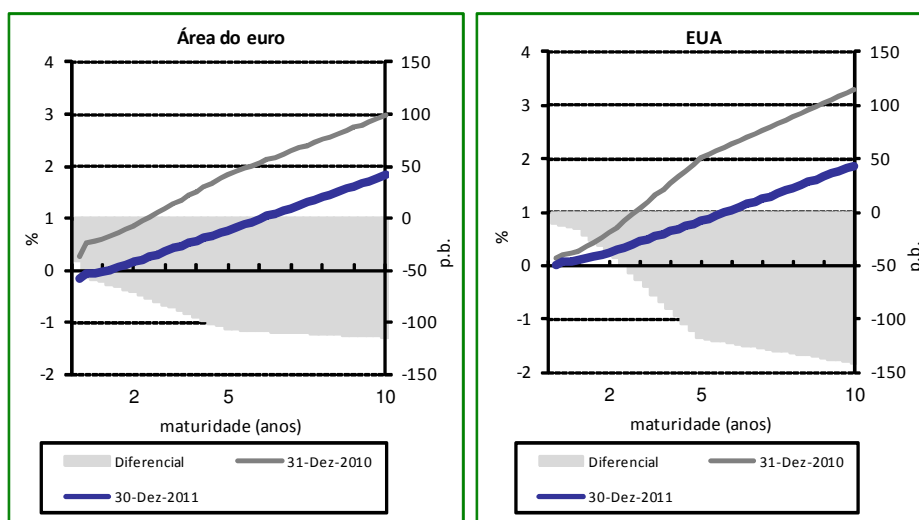
FONTE: Reuters

Na maturidade dos 2 anos o *Bund* também acompanhou de perto o movimento do *Treasury*, com a taxa de rendibilidade destes títulos a apresentar uma trajetória descendente na segunda metade do ano, atingindo o *Bund* um mínimo de 0,16 em dezembro e as obrigações do tesouro norte-americano um mínimo de 0,16 em setembro.

No mercado de bilhetes do Tesouro as descidas foram ainda mais radicais, com o *Bubill* a 3 meses a registar taxas negativas de forma consistente nos últimos meses do ano, situando-se em -0,15 por cento no final de 2011. Nos EUA, a taxa de juro do *Tbill* a 3 meses passou de 0,13 por cento no final de 2010, para 0,02 por cento no final de 2011.

Assim, o declive da curva de rendimentos registou uma redução substancial, em resultado de uma queda mais pronunciada de *yields* nos prazos mais longos comparativamente às maturidades mais curtas. Nos EUA, o *spread* entre a taxa de juro a 10 anos e a 3 meses evoluiu de 316 no final de 2010 para 186 pontos base em dezembro de 2011, ao passo que na área do euro, o *spread* entre o *Bund* a 10 anos e o *Bubill* a 3 meses passou de 272 para 198 pontos base.

Gráfico 6 - Estrutura temporal das taxas de juro



FONTE: Reuters

O mercado acionista registou ganhos na primeira metade do ano, no entanto, as perdas significativas registadas no terceiro trimestre acabaram por ser decisivas para o comportamento global do ano. Assim, o índice alemão *Xetra Dax* desvalorizou 14,7 por cento entre o final de 2010 e 2011 (face a uma valorização de 16,1 por cento em 2010), ao passo que nos EUA o índice *S&P500* se manteve inalterado e o *Nasdaq* subiu 2,7 por cento, valores no entanto inferiores aos verificados no ano de 2010 (de 12,8 e 19,2 por cento, respetivamente).

No mercado cambial, o euro revelou uma tendência de apreciação face ao dólar norte-americano na primeira metade do ano, período em que registou uma apreciação de 11 por cento, com o EUR/USD a subir de 1,34 no final de 2010 para um máximo de 1,48 em maio de 2011. Na segunda metade do ano, o euro apresentou uma tendência de depreciação, em virtude da incerteza gerada pela crise de dívida soberana que afetou alguns países e da revisão em baixa do crescimento económico, tendo o EUR/USD terminado o ano com uma cotação de 1,29, refletindo uma perda de 3 por cento face ao final do ano anterior.

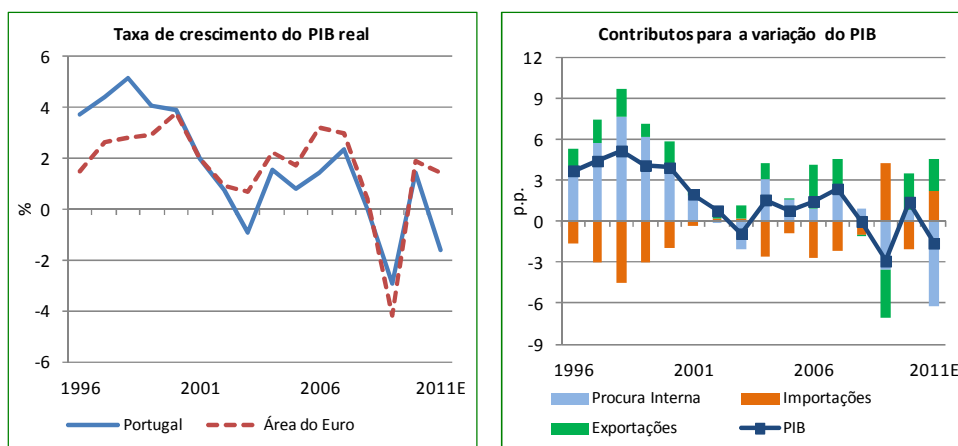
## ECONOMIA PORTUGUESA

Após a recuperação verificada em 2010 em que o PIB alcançou um crescimento real de 1,4 por cento, o ano de 2011 revelou-se recessivo, estimando-se uma quebra do PIB de 1,6 por cento,<sup>3</sup> acentuando o processo de divergência iniciado em 2002.

O ano de 2011 ficou marcado, não só pelo agudizar da crise da dívida soberana na Área do Euro, como pela terceira intervenção do FMI em Portugal. A pressão internacional sobre as taxas de juro da dívida pública portuguesa nos mercados da dívida soberana e a fraca execução do programado no orçamento para 2011, abriram caminho para que, em abril, Portugal se tenha visto na necessidade de efetuar um pedido de ajuda internacional dirigido ao FMI, Comissão Europeia e BCE, consubstanciado no Programa de Assistência Económica e Financeira (PAEF – ver caixa).

<sup>3</sup> INE, Contas Nacionais Trimestrais, março 2012.

Gráfico 7 - Crescimento real do produto e contributos para o crescimento do PIB em Portugal



FONTE: INE e Comissão Europeia

A evolução negativa que já se observava para o PIB desde o quarto trimestre de 2010, foi agravada pelas medidas de controlo das finanças públicas que se seguiram. O consumo privado, que representa cerca de 65 por cento do PIB, apresentou uma taxa de variação de -3,9 por cento. O investimento foi a componente do PIB que apresentou a maior contração, com uma taxa de variação de -11,4 por cento, ao passo que o consumo público apresentou uma quebra de 3,9 por cento para o mesmo período. As únicas componentes que apresentaram contributos positivos para o crescimento do PIB, foram as exportações e as importações, com um contributo para o crescimento do PIB estimado em 2,4 e 2,2 por cento, respetivamente. Após perdas recorrentes de quota de mercado no período de 1999 a 2005, as exportações têm apresentado ganhos continuados desde 2006, tendência que foi reforçada em 2011.

Em sintonia com a tendência verificada em 2010 as necessidades líquidas de financiamento externo da economia portuguesa (balança corrente e de capital), continuaram a decrescer. Com efeito, a balança corrente e de capital em percentagem do PIB evoluiu de -8,3 por cento em 2010 para -5,1 por cento em 2011,<sup>4</sup> um resultado que é alcançado sobretudo graças ao excelente comportamento da balança de bens e serviços (que passou de -7,2 em 2010 para -3,9 por cento do PIB em 2011).

Segundo os dados do Inquérito ao Emprego a taxa de desemprego situou-se em 12,7 por cento da população ativa em 2011, um valor médio que, no entanto, esconde uma evolução muito desfavorável ao longo do ano, uma vez que a taxa de desemprego passou de 12,4 por cento no primeiro trimestre para 14 por cento no último trimestre do ano. Em 2010, a taxa de desemprego tinha registado um valor médio de 10,8 por cento.<sup>5</sup>

A taxa de inflação em Portugal, medida pela variação média anual do IHPC, situou-se em 3,6 por cento em 2011 (1,4 por cento no ano anterior) e 0,8 pontos percentuais acima da verificada na área euro. Desde abril de 2008 que a inflação em Portugal era mais baixa do que a verificada para o conjunto da área euro, mas a partir de fevereiro do ano passado voltou a registar-se um diferencial positivo. As

<sup>4</sup>INE, Contas Nacionais Trimestrais, março 2012.

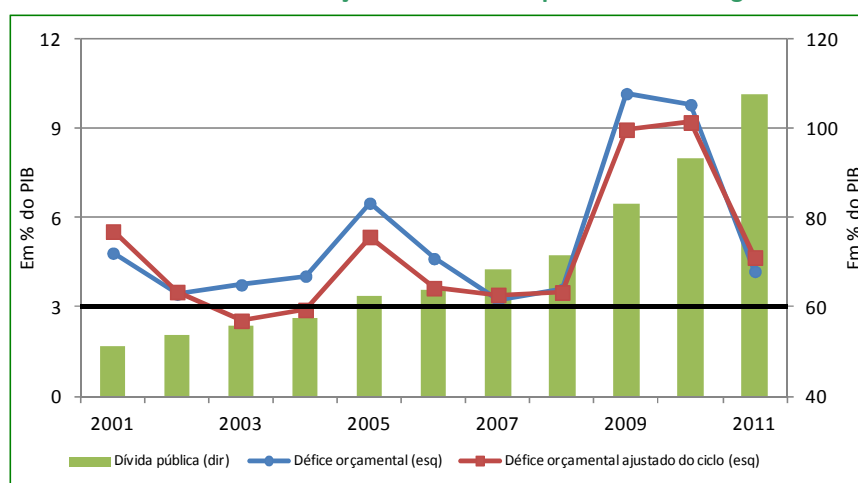
<sup>5</sup> Para 2011 existe um novo inquérito ao emprego que não é comparável com o que se realizava desde 1998. Na comparação entre os valores verificados em 2010 e os valores verificados em 2011 existem dois efeitos: um que decorre do novo inquérito; e outro que deriva da deterioração da atividade económica. De acordo com os testes conduzidos pelo INE, o novo questionário e modo de recolha da informação tendem a gerar uma diminuição da população ativa e da população empregada e um aumento da população desempregada com reflexos na taxa de desemprego. Com efeito, o INE estima que a diferença de metodologias gere uma diferença de 1,1 pontos percentuais na taxa de desemprego no primeiro trimestre de 2011.



subidas dos preços dos combustíveis e o aumento da taxa normal do IVA em julho de 2010 e novamente em janeiro de 2011 (a par do aumento dos preços dos transportes em agosto e o aumento do IVA para a eletricidade e gás em outubro), contribuíram de forma decisiva para o crescimento da taxa de inflação. Para além desses fatores, também os preços dos bens alimentares e dos serviços de saúde passaram a contribuir positivamente para a variação de preços.

O défice orçamental das Administrações Públicas (AP) estimado para 2011 ter-se-á situado em 4,2 por cento do PIB, bem abaixo do valor de 9,8 por cento do PIB verificado em 2010 e do objetivo de 5,9 por cento imposto no PAEF. Este valor, no entanto, foi obtido à custa de medidas extraordinárias que, de acordo com o estipulado no PAEF, não se vão poder repetir em 2012, nomeadamente a transferência parcial dos fundos de pensões do setor bancário para a Segurança Social por um valor equivalente a 3,5 pontos percentuais do PIB.

Gráfico 8 – Déficit orçamental e dívida pública em Portugal



FONTE: INE, Banco de Portugal, Ministério das Finanças e Comissão Europeia

Ainda assim, o ano de 2011 foi marcado por um ajustamento significativo do défice estrutural. Com efeito, o ano iniciou-se com a aplicação de um conjunto de medidas com vista à redução da despesa e incremento da receita do Estado consignadas no OE 2011, entre as quais se destacam, do lado da receita, a diminuição dos benefícios fiscais em sede de IRS e o aumento da taxa normal do IVA de 21 para 23 por cento, e, do lado da despesa, a redução dos salários nominais na função pública e empresas do perímetro das AP em 5 por cento em média e a diminuição do investimento no âmbito do PIDDAC. Assim, estima-se que o défice estrutural se tenha reduzido em 4,5 pontos percentuais do PIB potencial ao longo do último ano, ao passar de 11,4 por cento em 2010 para 6,9 por cento em 2011, antecipando-se para 2012 uma nova redução para 2,6 por cento.<sup>6</sup>

Apesar da redução do défice, a dívida pública voltou a aumentar de forma significativa em 2011, ao passar de 93,3 por cento do PIB no final de 2010 para 107,8 por cento no final de 2011, o que em parte (cerca de 6 pontos percentuais) é justificado por um aumento da posição de Tesouraria do Estado.

<sup>6</sup> Ministério das Finanças, janeiro 2012.

## Caixa PROGRAMA DE ASSISTÊNCIA ECONÓMICA E FINANCEIRA (PAEF)

A República Portuguesa celebrou, a 17 de maio de 2011, um acordo com a CE, BCE e FMI que prevê o empréstimo de EUR 78 mil milhões. O montante do empréstimo será concedido por três instituições – o Mecanismo Europeu de Estabilização Financeira (MEEF), o Fundo Europeu de Estabilização Financeira (FEEF), e o próprio FMI –, correspondendo EUR 26 mil milhões a cada uma.

O Programa de Assistência Económica e Financeira (PAEF) assenta em três pilares:

**1. Consolidação orçamental.** Este primeiro pilar tem como objetivo restaurar a confiança e credibilidade das finanças públicas. Os objetivos quantitativos passam por uma redução do défice orçamental para 3,0 por cento do PIB em 2013 e por uma inversão da trajetória de subida do rácio da dívida pública no PIB.

Para alcançar estes objetivos, mitigando o impacto negativo sobre a atividade económica, o Programa prevê que 2/3 do ajustamento sejam feitos pelo lado da despesa.

### Quadro 1 – Consolidação orçamental

Estratégia de consolidação orçamental (em % PIB)						
	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Saldo Orçamental	-5,9	-4,5	-3,0	-2,3	-1,8	-1,8
Saldo Primário	-1,6	0,7				
Dívida das APs	106,4	112,2	115,3	115,0	112,9	111,0
Impacto das medidas (em % PIB)						
Receita	2,0	0,9	0,5			
Despesa	3,7	2,1	1,4			


FONTE: Relatório do OE 2012

**2. Agenda de transformação estrutural.** Este pilar do Programa visa combater a falta de competitividade da economia portuguesa, através da correção de ineficiências em diversos setores de atividade. As principais reformas incluem:

- i. liberalização dos setores da eletricidade, gás, transportes e telecomunicações;
- ii. fim das *golden shares* e direitos especiais;
- iii. programa de privatizações em curso, através do qual se espera obter receitas de cerca de EUR 5 mil milhões;
- iv. reforma judicial e do mercado laboral;
- v. reestruturação do setor empresarial do Estado, pela redução do número e dos custos operacionais das empresas públicas;
- vi. racionalização das Parcerias Público-Privadas;
- vii. simplificação dos serviços da Administração Pública.

**3. Reforço da estabilidade financeira.** O terceiro pilar tem como objetivo evitar que o processo de ajustamento, nomeadamente a correção do elevado endividamento externo, se traduza numa perda de confiança dos agentes no setor bancário. Nesse sentido, estão previstas as seguintes medidas:

- i. desalavancagem controlada do setor bancário;
- ii. aumento dos requisitos de capital;

- 
- iii. garantia pelo PAEF de EUR 12 mil milhões disponíveis para injeções temporárias de capital;
  - iv. aumento das garantias públicas para as obrigações dos bancos.

Até ao presente, estiveram em Portugal três missões compostas por membros das três organizações internacionais que acompanham o Programa, para monitorizar o cumprimento das metas estabelecidas para cada trimestre. Os progressos na implementação do Programa foram avaliados de forma positiva. Neste contexto, Portugal recebeu em 2011 diversas parcelas do total do empréstimo previsto, que totalizaram um valor próximo de EUR 34 mil milhões. O *all-in-cost* destas operações estima-se em cerca de 4 por cento (ver detalhes no próximo capítulo).

## FINANCIAMENTO E MERCADO DE DÍVIDA PÚBLICA PORTUGUESA ESTRATÉGIA DE GESTÃO DA DÍVIDA PÚBLICA PORTUGUESA EM 2011

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

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

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

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



FONTE: IGCP

## NECESSIDADES DE FINANCIAMENTO

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

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

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

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

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

FONTE: DGO e IGCP

## FINANCIAMENTO EFETUADO

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

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

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

FONTE: IGCP

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

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

### Financiamento ao abrigo do PAEF

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

#### Quadro 4 – Tranches desembolsadas ao abrigo do PAEF

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

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

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

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

FONTE: IGCP

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

### Emissões de OT

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

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

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

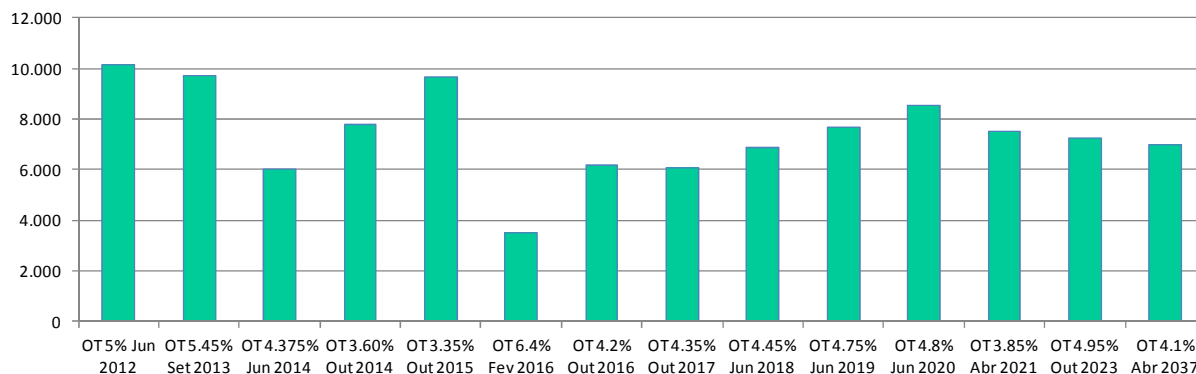
A deterioração das condições de financiamento é visível na tabela que se segue, dado um aumento abrupto da taxa média ponderada e do ASW.

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

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

FONTE: IGCP

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



FONTE: IGCP

**Programa de EMTN**

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

**Emissões de BT**

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

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

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

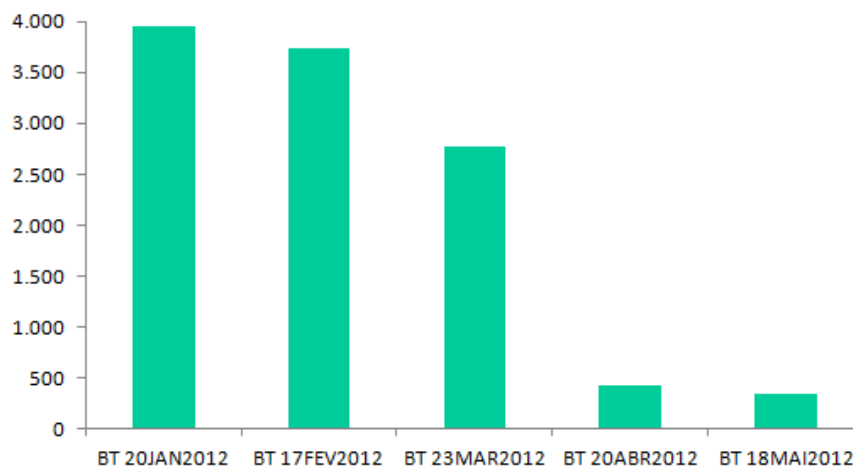
**Quadro 6 – Resultado dos leilões de BT em 2010 e 2011**

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

FONTE: IGCP

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

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



Nota: Exclui BT emitidos a favor do FRDP.

FONTE: IGCP

## PROGRAMA DE RECOMPRA DE DÍVIDA

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

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

## MERCADO SECUNDÁRIO DA DÍVIDA PÚBLICA PORTUGUESA

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

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



**Quadro 7 – Evolução anual dos Asset Swap Spreads**

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

FONTE: Bloomberg

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

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

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

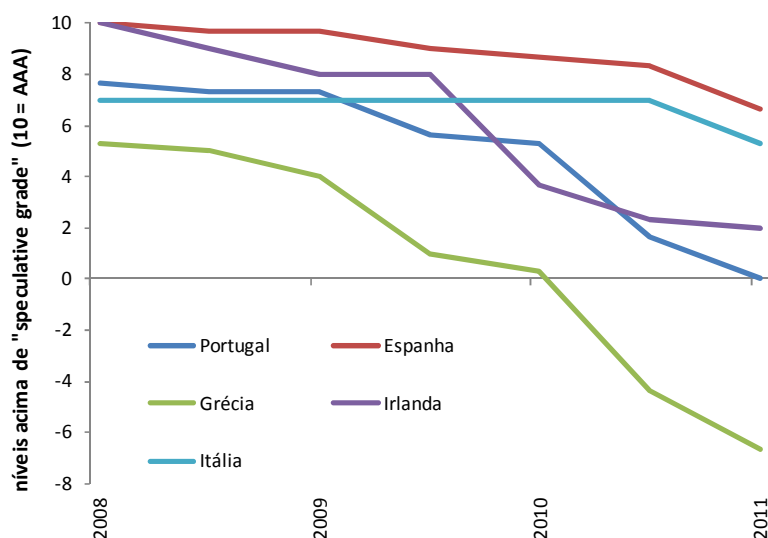
**Quadro 8 - Variação anual de CDS**

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

FONTE: Bloomberg

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

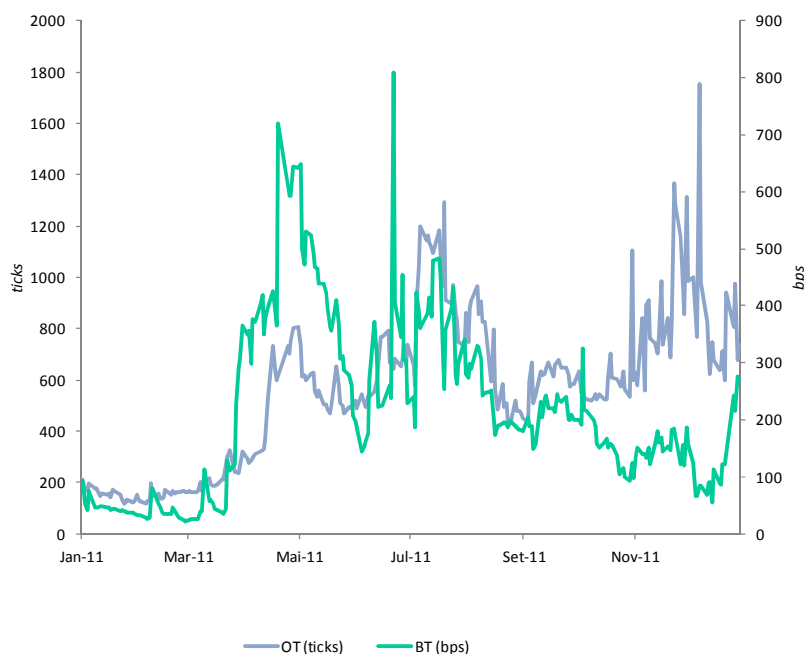
Gráfico 12 – Ratings na área do euro (média das 3 principais agências)



FONTE: Bloomberg

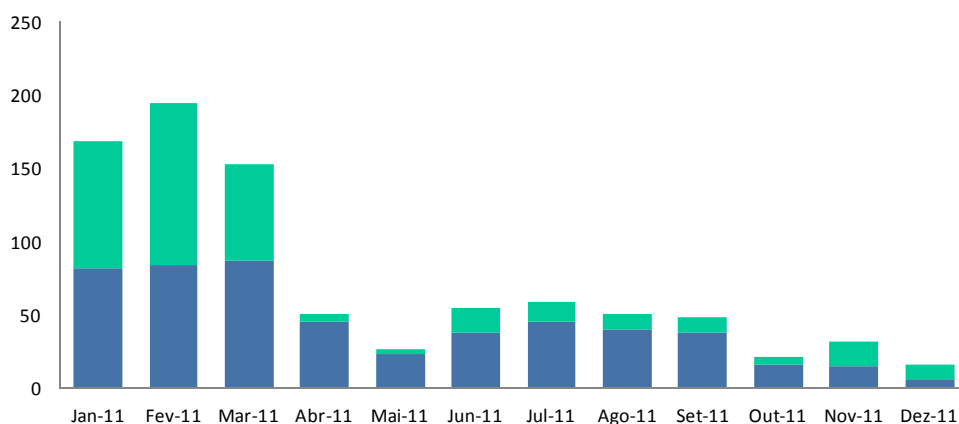
A conjugação destes fatores levou à degradação dos *bid-offer spreads* e *turnover* dos títulos de dívida pública em mercado secundário. Contudo, deve ser sublinhada a melhoria do *bid-offer spread* nos BT depois de acordado o PAEF – assume-se que a garantia de um PAEF melhorou a perceção de risco de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

Gráfico 13 – Bid-offer spreads por tipo de instrumento



FONTE: MTS, BrokerTec e eSpeed

Gráfico 14 – Negociação média diária em mercado secundário



FONTE: MTS, BrokerTec e eSpeed

## PARTICIPANTES DO MERCADO DE DÍVIDA PÚBLICA PORTUGUESA

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

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

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

Quadro 9 – OEVT e EBT performance

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

## FINANCIAMENTO, APLICAÇÕES E OPERAÇÕES DE GESTÃO ATIVA

### OPERAÇÕES EFECTUADAS NO ÂMBITO DAS FACILIDADES DE REPORTES

Com o objetivo 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 2011, registou-se uma grande diminuição no número de operações negociadas, em sintonia com a diminuição também registada no volume total transacionado. No total negociaram-se 19 operações – 5 sobre BT e 14 sobre OT - que compara com 217 operações em 2010 (98 sobre BT e 119 sobre OT). Em termos de valor nominal, foram negociados EUR 613,5 milhões (*versus* EUR 8379,5 milhões em 2010). Relativamente ao tipo de instrumento nas OT, em 2011, foram negociados EUR 505 milhões sendo que em 2010 transacionaram-se EUR 5.929,5 milhões neste instrumento. Nos BT o valor nominal transacionado ascendeu a 108,5 milhões, que compara com EUR 2450 milhões negociados em 2010.

### OPERAÇÕES DE GESTÃO ATIVA DA DÍVIDA

Tendo como finalidade a otimização da *performance* da carteira de dívida, a gestão do risco de mercado é efetuada com recurso à utilização de instrumentos derivados, sobretudo *interest rate plain-vanilla swaps* (IRS). No que respeita a IRS (67,0 por cento das operações efetuadas), durante o ano de 2011 foram negociadas 2 novas transações e feita a liquidação antecipada de 11 operações.

No total, o montante nominal dos contratos negociados sobre instrumentos derivados atingiu EUR 9,024 mil milhões.

#### Quadro 10 – Transações sobre derivados financeiros

Instrumento	Novos contratos		Liquidação antecipada		Total	
	Nº trans.	EUR Milhões	Nº trans.	EUR Milhões	Nº trans.	EUR Milhões
IRS	2	500	11	5.600	13	6.100
CIRS	8	2.924	0	0	8	2.924

FONTE: IGCP

No final de 2011 a carteira de instrumentos derivados incluía contratos vivos com um valor nominal de EUR 38,4 mil milhões, equivalente a 22,0 por cento do saldo total da dívida direta do Estado.

#### Quadro 11 – Carteira de derivados financeiros em 31.12.2011 (unidade: EUR milhões)

Tipo de swap	Perna a pagar	VN Total	0-2A	2-5A	5-10A	10-15A	+15A
SWAPTION	Fixa	0	0	0	0	0	0
	Variável	500	0	0	0	0	500
CIRS	Fixa	211	0	211	0	0	0
	Variável	4,579	348	1,888	2,343	0	0
IRS	Fixa	19,100	9,600	6,550	1,650	1,300	0
	Variável	13,981	650	2,000	9,451	1,880	0
<b>TOTAL</b>		<b>38,371</b>	<b>10,598</b>	<b>10,649</b>	<b>13,444</b>	<b>3,180</b>	<b>500</b>

## **APLICAÇÕES DE DISPONIBILIDADES DE TESOURARIA**

Tal como em 2010, durante o ano de 2011, não foi aconselhável prosseguir o objetivo de manutenção de saldos de tesouraria em níveis tendencialmente reduzidos. Assim, mantiveram-se excedentes de Tesouraria significativamente mais elevados do que nos anos transatos. Ao longo de 2011 o saldo médio diário de disponibilidades de tesouraria atingiu cerca de EUR 8.379 milhões, o que compara com um valor médio de EUR 3.218 milhões no ano anterior.

Os excedentes sustentados de tesouraria, excluindo os saldos mantidos junto do Banco de Portugal, foram aplicados, podendo serem caracterizados por depósitos de duração reduzida, sendo o prazo médio de todas as operações efetuadas de cerca de 15 dias e o montante médio de aproximadamente EUR 350 milhões.

## TESOURARIA DO ESTADO

### AS CONTAS DA TESOURARIA DO ESTADO

As operações de recebimento e de pagamento dos organismos públicos efetuadas 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 refletem diretamente na conta única de liquidação da tesouraria do Estado no Banco de Portugal.

**Quadro 12 – Disponibilidades da Tesouraria do Estado**  
 (unidade: EUR milhões)

	2009	2010	2011
	Dez	Dez	Dez
Contas no BdP	2	1	4,743
Apli. Financeiras nas IC	884	1,884	7,567
Contas em Divisas	11	16	21
Contas Cofres Consulares	4	4	4
Contas Receb. IGCP-DUC	137	113	70
Outras Contas Bancárias	4	3	4
<b>Contas Caixas nas IC</b>			
Alfândegas	346	138	88
Serviços Locais Finanças	90	88	104
<b>Contas Caixas do Tesouro</b>			
Alfândegas	3	282	265
Serviços Locais Finanças	50	41	31
<b>Contas Caixas Tesouro</b>			
CTT	35	40	25
SIBS	9	10	17
IRN	2	3	2
Depósitos Externos nas IC	8	13	6
Cheques a Cobrar	4	1	1
<b>TOTAL</b>	<b>1,590</b>	<b>2,638</b>	<b>12,948</b>

FONTE: SGT - Sistema de Contas Correntes

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

#### Quadro 13 – Evolução do número de Organismos e Contas no HB

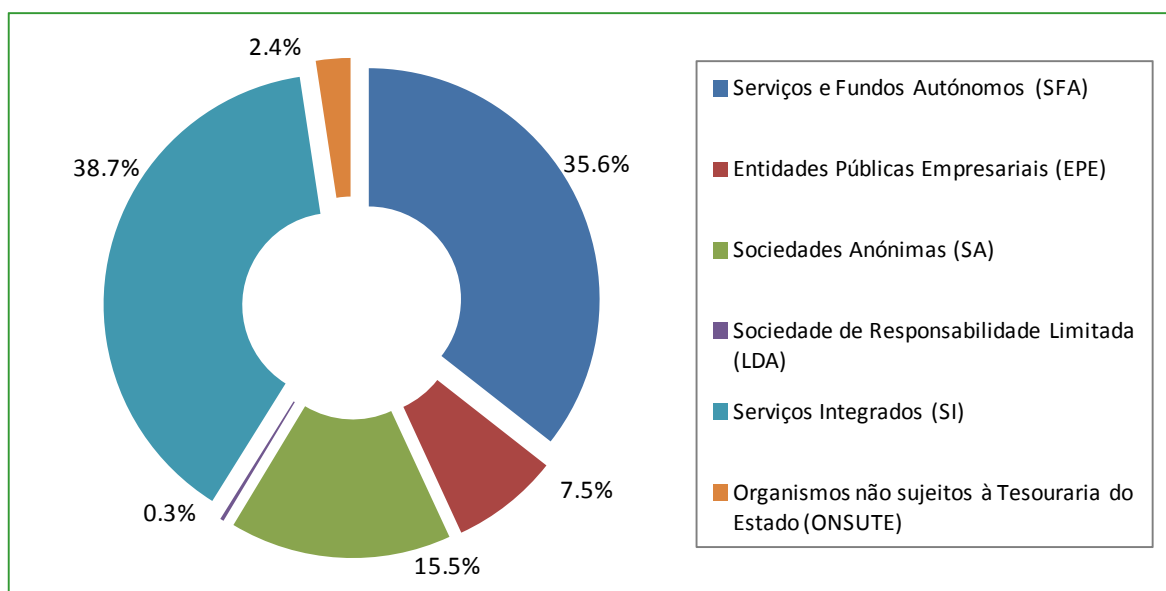
Anos	Organismos	Nº Contas
2007	755	3.498
2008	744	3.697
2009	688	3.526
2010	636	3.355
2011	736	3.556

FONTE: Homebanking

Por força do artigo 77º, da Lei nº 55/2010, de 31 de dezembro, que vinculou as empresas públicas não financeiras ao cumprimento do RTE, assistiu-se em 2011, a um crescimento de 15,7 por cento do número de organismos utilizadores do HB, face a 2010, invertendo-se a tendência de decréscimo evidenciada nesse último ano.

No gráfico abaixo, apresenta-se o peso de cada tipo de cliente do IGCP no total dos organismos públicos utilizadores do HB, em 2011.

Gráfico 15 – Organismos utilizadores do HB em 2011



FONTE: Homebanking

Neste cenário, os Serviços Integrados (SI) e os Serviços e Fundos Autónomos (SFA) continuam a ser os grupos mais expressivos de utilizadores da tesouraria do Estado, representando mais de 70,0 por cento dos organismos utilizadores do HB. No entanto, e comparativamente com o ano transato, estes serviços evidenciam uma redução do seu valor relativo, no universo dos serviços que usam essa aplicação *on-line* para a execução da gestão dos respetivos fluxos financeiros, a qual ronda os 7% e 6%,

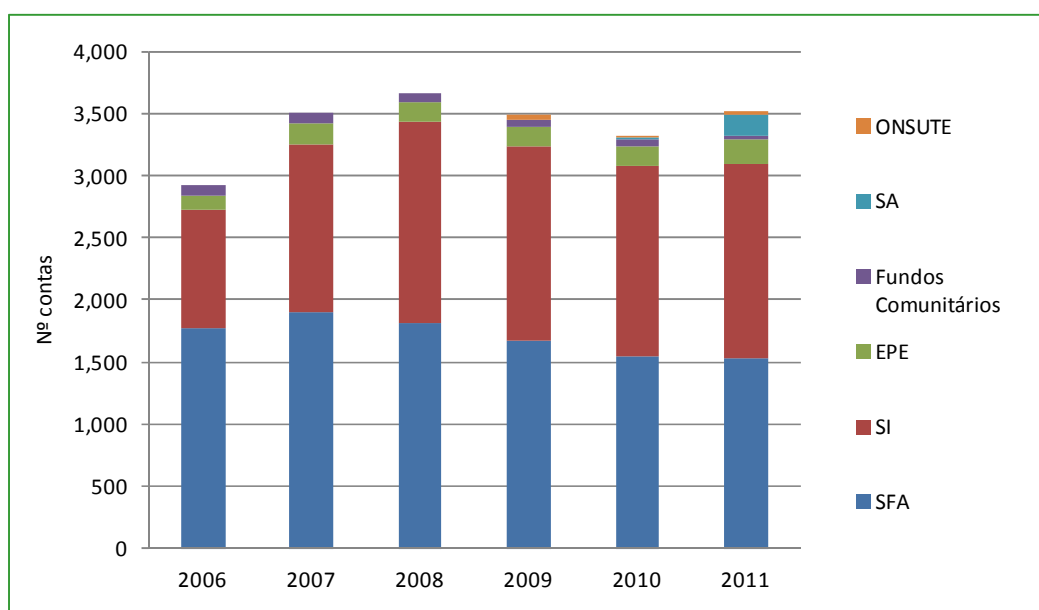
respetivamente. Esta situação reflete as reestruturações, que nos últimos anos, estes serviços têm sofrido, no seguimento de alterações orgânicas introduzidas.

Os Organismos não sujeitos à Tesouraria do Estado (ONSUTE) e as Entidades Públicas Empresariais (EPE) mantêm a sua posição, traduzindo, respetivamente 2,43 e 7,55 por cento dos utilizadores do HB.

Em 2011, as Sociedades Anónimas (SA) passam a ter um peso de 15,5 por cento, contra os 2,0 por cento detidos em 2010, ocorrência que justifica a variação positiva do número de organismos utilizadores da tesouraria do Estado, no ano em reporte.

No que concerne ao número de contas bancárias, em uso pelos organismos públicos sujeitos ao RTE, o quadro abaixo ilustra a sua evolução, em função da tipologia de Cliente.

Gráfico 16 – Evolução do n.º de contas no HB por tipo de Organismo



FONTE: Homebanking

Em 2011, os SI passam a ser as entidades que detêm o maior número de contas bancárias (representando 44,6 por cento do total das contas bancárias de Clientes no HB).

Os SFA, que em 2010 representavam o grupo que detinha o maior número de contas bancárias no HB, em 2011, passam para segundo plano (representando 43,4 por cento do total das contas bancárias de Clientes no HB). Efetivamente, a evolução do número de contas destes dois serviços tem sido em sentidos contrários. Enquanto os SFA têm vindo a reduzir o número de contas bancárias em uso, os SI têm evoluído positivamente, diferindo o número de contas ativas no HB, em 2011, num total de 44.

O número de contas das EPE continua a não apresentar grandes oscilações, representando 5,5 por cento do universo total.

A grande alteração ocorrida em 2011, e que contribui para o aumento do número total de contas (6 por cento) face a 2010, deveu-se ao grupo das SA, que de um ano para o outro, foi responsável pela abertura de mais de 150 contas, dando, assim, cumprimento ao estabelecido pela Lei Orçamental.



Deste modo, os valores de 2011 traduzem o aparecimento de um novo grupo de Clientes, as Sociedades Anónimas, como utilizadores da tesouraria do Estado, o qual pode também ser constatado no quadro seguinte, no que respeita os valores dos excedentes existentes no final de 2010 e 2011.

#### Quadro 14 – Aplicações de excedentes de Tesouraria – 2010/2011

TIPO DE ORGANISMOS	Depósitos à ordem		CEDIC		CEDIM		TOTAL	
	2010	2111	2010	2011	2010	2011	2010	2011
Serviços e Fundos Autónomos	2,041	2,276	4,048	3,190	0	10	6,089	5,475
Entidades Públicas Empresariais	441	346	434	461	0	23	875	830
Sociedades Anónimas	3	289	4	183	0	108	7	580
Serviços Integrados	845	1,155	0	0	0	0	845	1,155
Gestor Comunitário	16	8	0	0	0	0	16	8
União Europeia	163	101	0	0	0	0	163	101
<b>TOTAL</b>	<b>3,510</b>	<b>4,175</b>	<b>4,486</b>	<b>3,834</b>	<b>0</b>	<b>141</b>	<b>7,996</b>	<b>8,149</b>

FONTE: Homebanking

Pela análise do quadro supra, os SFA continuam a ser os organismos que mais fundos detêm no IGCP, no entanto o seu peso continua a decrescer de ano para ano (79,0 por cento em 2009, 76,0 por cento em 2010 e 67,2 por cento em 2011). No final de 2011, quer os saldos à ordem, quer os excedentes aplicados pelos SFA no IGCP apresentavam valores inferiores aos do ano transato, evidenciando um decréscimo de cerca de EUR 600 milhões.

Os excedentes de tesouraria dos SI, no final de 2011, representavam 14,2 por cento dos fundos domiciliados na tesouraria do Estado, tendo, de 2010 para 2011, sofrido um acréscimo de cerca de EUR 310 milhões, invertendo a tendência decrescente que tinham vindo a apresentar desde 2008.

Pese embora em 2011, as EPE sejam responsáveis por 10,2 por cento dos fundos aplicados no IGCP, estes serviços reduziram os excedentes domiciliados na tesouraria do Estado em cerca de EUR 46 milhões face ao ano transato.

As Sociedades Anónimas aparecem em 2011, com um peso de 7,1 por cento do total dos valores aplicados no IGCP, evidenciando um aumento de 570 milhões de euros dos excedentes aplicados entre 2010 e 2011. Saliente-se que 76,5 por cento das subscrições do novo produto financeiro criado em 2011 pelo IGCP, CEDIM, foram efetuadas por estas entidades.

Em termos globais, os valores aplicados na tesouraria do Estado, em 2011, sofreram um acréscimo de cerca de 2,0 por cento, correspondendo a mais EUR 154 milhões que em 2010, para o qual foram responsáveis, em grande parte as SA.

Individualizada, pelo seu caráter específico, a conta da Comissão Europeia (CE), que reflete 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 participações da União Europeia (UE) no cofinanciamento ou financiamento da aplicação dos fundos estruturais, apresenta os fluxos financeiros para o triénio de 2009-2011, que se podem observar no quadro abaixo.

**Quadro 15 – Fluxos financeiros entre Portugal e a União Europeia**  
(unidade: EUR milhões)

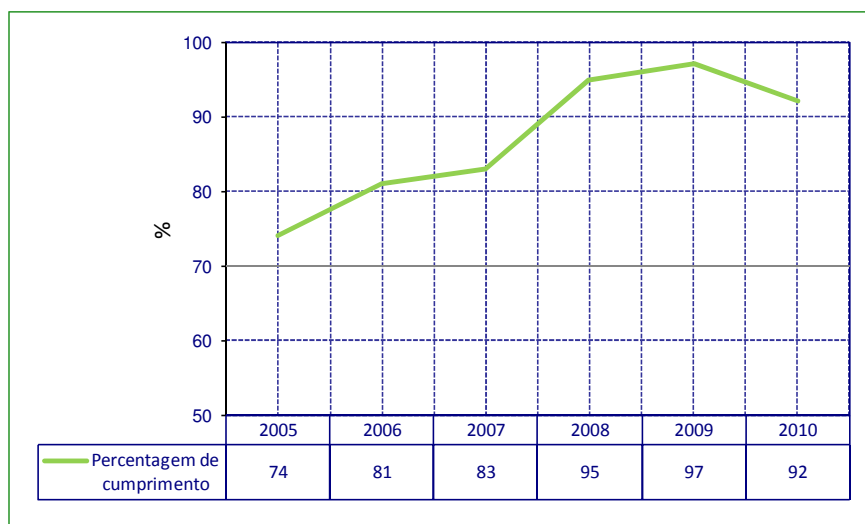
	2009	2010	2011
<b>1. Transferências de Portugal para a U.E.</b>	<b>1,596</b>	<b>1,802</b>	<b>1,762</b>
Direitos aduaneiros e agrícolas	117	131	144
Recursos próprios IVA	236	276	271
Recursos próprios com base no PNB	1,267	1,360	1,257
Compensação ao Reino Unido	128	78	93
Outras saídas	1	4	5
Restituições e reembolsos/Diversos	-153	-47	-8
<b>2. Transferências da U.E. para Portugal</b>	<b>3,583</b>	<b>4,142</b>	<b>4,492</b>
FEOGA-Garantia/FEAGA	724	737	750
FEDER	965	1,528	1,803
FSE	1,010	905	1,143
FEOGA Orientação	109	0	36
FEADER	236	452	487
IFOP	24	3	0
FEP	-	30	19
Fundo de Coesão	457	455	161
Diversos	59	31	93
<b>Saldo global (2-1)</b>	<b>1,987</b>	<b>2,340</b>	<b>2,730</b>

FONTE: Homebanking

A análise do quadro acima permite evidenciar que Portugal tem recebido mais da UE, comparativamente com as participações entregues. Saliente-se, ainda, que no triénio observado o ano de 2011 foi o ano mais favorável para o Estado português.

Em face das alterações verificadas em 2011, pode-se perspetivar a consolidação quer dos organismos Clientes utilizadores do HB, quer dos respetivos fluxos financeiros movimentados na tesouraria do Estado, mantendo-se os índices de cumprimento de unidade da tesouraria do Estado superiores a 90 por cento.

**Gráfico 17 – Percentagem de cumprimento do Princípio da Unidade da Tesouraria do Estado**



## DÍVIDA DIRETA DO ESTADO E ENCARGOS

### SALDO DA DÍVIDA DIRETA DO ESTADO

Em 31 de Dezembro de 2011, a dívida direta do Estado, apurada ao valor nominal e convertida à taxa de câmbio de final de período, atingiu EUR 174.891 milhões (ótica de contabilidade pública). Avaliando o saldo após operações de cobertura de risco cambial, o montante de dívida ascendeu a EUR 174.522 milhões.

**Quadro 16 – Dívida direta do Estado**  
(ótica da contabilidade pública; unidade: EUR milhões)

	Saldo em		Janeiro - Dezembro 2011			Saldo em	
	31-Dez-10	Estrutura	Emissões	Amortizações	Outros	31-Dez-11	Estrutura
<b>1. Dívida denominada em Euros (excluindo ajuda externa)</b>	<b>149 436</b>	<b>98,5%</b>	<b>87 292</b>	<b>99 969</b>	<b>164</b>	<b>136 922</b>	<b>78,3%</b>
Transaccionável	127 015	83,7%	36 634	44 249	164	119 564	68,4%
ECP (valor descontado)	394	0,3%	3 284	3 072	0	605	0,3%
BT (valor descontado)	19 261	12,7%	24 787	31 587	0	12 461	7,1%
Obrigações do Tesouro (OT)	105 946	69,8%	7 321	9 491	163	103 940	59,4%
Outras Obrigações	51	0,0%	0	0	0	51	0,0%
MTN	1 350	0,9%	1 242	99	1	2 493	1,4%
Obrigações de Retalho	13	0,0%	0	0	0	13	0,0%
Não Transaccionável	22 420	14,8%	50 658	55 720	0	17 358	9,9%
Certificados de Aforro	15 471	10,2%	371	4 457	0	11 384	6,5%
Valor de aquisição	9 150	6,0%	76	2 645	0	6 582	3,8%
Juros capitalizados	6 320	4,2%	294	1 812	0	4 803	2,7%
Certificados do Tesouro	685	0,5%	986	363	0	1 308	0,7%
CEDIC	4 887	3,2%	36 844	37 798	0	3 933	2,2%
CEDIM	0	0,0%	141	0	0	141	0,1%
Outros	1 377	0,9%	12 316	13 101	0	592	0,3%
<b>2. Dívida denominada em moedas não Euro (excluindo ajuda externa)</b>	<b>2 340</b>	<b>1,5%</b>	<b>1 643</b>	<b>1 928</b>	<b>52</b>	<b>2 106</b>	<b>1,2%</b>
Transaccionável	2 339	1,5%	1 633	1 918	52	2 106	1,2%
ECP (valor descontado)	404	0,3%	1 633	1 918	-23	96	0,1%
Outras Obrigações	165	0,1%	0	0	5	170	0,1%
MTN	1 771	1,2%	0	0	69	1 840	1,1%
Não Transaccionável	0	0,0%	10	10	0	0	0,0%
<b>3. PAEF</b>	<b>0</b>	<b>0,0%</b>	<b>34 221</b>	<b>0</b>	<b>1 641</b>	<b>35 862</b>	<b>20,5%</b>
FEFF / EFSF	0	0,0%	7 012	0	1 101	8 113	4,6%
MEEF / EFSM	0	0,0%	14 063	0	37	14 100	8,1%
FMI / IMF	0	0,0%	13 147	0	502	13 649	7,8%
<b>4. Dívida total (1.+2.+3.)</b>	<b>151 775</b>	<b>100,0%</b>	<b>123 172</b>	<b>101 897</b>	<b>1 840</b>	<b>174 891</b>	<b>100,0%</b>
<b>5. Efeito cambial de cobertura de derivados (líquido)</b>	-74					-369	
<b>6. Dívida total após cobertura de derivados (4.+5.)</b>	<b>151 702</b>					<b>174 522</b>	

**Nota:** Os saldos em dívida encontram-se ao valor nominal, exceto 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, respetivamente. A coluna Outros inclui variações cambiais, mais ou menos-valias nas emissões e nas amortizações e a variação do valor da renda perpétua.

O saldo da dívida direta do Estado, antes da cobertura cambial, registou, assim, um incremento de EUR 23.115 milhões. Este acréscimo resultou, essencialmente, da emissão líquida de instrumentos de dívida num montante de EUR 21.259 milhões (diferença entre as emissões e amortizações ao valor de encaixe). Outros fatores, tais como menos-valias líquidas nas emissões e amortizações e variações

cambiais desfavoráveis, também contribuíram para um aumento do *stock* da dívida, em EUR 1.303 milhões e EUR 554 milhões, respetivamente.

O PAEF foi a principal fonte de financiamento, com as emissões a totalizarem EUR 35.360 milhões em valor nominal. As emissões do FEEF e do MEEF foram feitas com um desconto de emissão de que resultaram menos-valias líquidas na emissão de EUR 1.139 milhões. Já o empréstimo do FMI ascendeu a EUR 13.147 milhões, sendo que a depreciação que o euro registou em 2011 face aos SDR (moeda de denominação deste empréstimo) conduziu a um aumento de EUR 502 milhões do montante em dívida avaliado em euros.

No primeiro quadrimestre foram ainda realizadas emissões de obrigações do Tesouro a taxa fixa (OT), tendo sido criada uma nova série de OT (OT 6,4% fev 2016, com emissão sindicada em fevereiro) e procedido à reabertura de outras linhas deste instrumento de dívida. No total, foram colocados EUR 7.483 milhões em valor nominal, em que o montante de menos-valias de emissão ascendeu a EUR 162 milhões.

As amortizações de dívida, ao valor de encaixe e excluindo os instrumentos derivados financeiros, situaram-se em EUR 101.897 milhões, dos quais EUR 61.879 milhões correspondem a dívida emitida no próprio ano (dívida flutuante). Este valor inclui recompras, de dívida que amortizava no próprio ano de EUR 2.884 milhões.

Para além do efeito cambial no *stock* dos empréstimos do FMI acima mencionado, o comportamento do euro em relação a outras moedas levou a que, em 2011, a carteira antes de *swaps* registasse uma evolução desfavorável, com um incremento do saldo avaliado em euros, de EUR 52 milhões.

Por sua vez, a carteira de *swaps* contribuiu para uma redução no montante de EUR 295 milhões do saldo da dívida em euros após cobertura cambial. Com efeito, a dívida total após cobertura de derivados registou um incremento de EUR 22.820 milhões.

Em relação à estrutura da dívida por tipo de taxa de juro, e contrariamente à tendência observada nos últimos anos, registou-se um decréscimo da componente de taxa fixa no total da dívida (excluindo a carteira de derivados), de 88,4 para 84,3 por cento. Após inclusão de instrumentos de cobertura de risco, verificou-se igualmente uma diminuição da importância da parcela de dívida de taxa fixa na dívida total, representando no final do ano 87,4 por cento (face a 89,3 por cento no final de 2010).

Já em termos de decomposição por moeda, numa perspetiva antes de derivados financeiros, a componente não euro sofreu um acréscimo significativo (7,5 pontos percentuais), constituindo cerca de 9,0 por cento do *stock*. Após cobertura cambial, assistiu-se igualmente a um incremento da exposição cambial, ainda que de menor magnitude, com a percentagem de dívida denominada em moeda não euro a passar de um valor próximo de zero no final de 2010, para 6,0 por cento no final de 2011.

No que respeita à estrutura da dívida por instrumento, e numa ótica antes de derivados, o peso do PAEF ascendeu a 20,5 por cento. Os instrumentos de curto prazo viram diminuir a sua importância na composição do financiamento anual, tendo-se assistido a uma redução, em 2011, da proporção da componente de curto prazo no total da carteira de 7,2 pontos percentuais, para 9,8 por cento. De

notar que a variação mais significativa se registou nos BT, com a percentagem relativa deste instrumento a passar de 12,7 em 2010 para 7,1 por cento no ano seguinte.

As OT (médio e longo prazo) registaram igualmente um decréscimo significativo (10,4 pontos percentuais) do seu peso relativo na carteira, passando para 59,4 por cento, enquanto os certificados de aforro acentuaram a redução da sua importância relativa, de 10,2 para apenas 6,5 por cento. Por seu turno, os certificados do Tesouro e os outros instrumentos de dívida de médio e longo prazo, viram a sua representatividade aumentar, ainda que marginalmente, para 0,7 e 3,0 por cento, respetivamente (face a 0,5 e 2,6 por cento no final de 2010).

Em 2011, a dívida constituída por CA apresentou uma quebra de EUR 4.086 milhões, reforçando a tendência de quebra verificada nos últimos quatro anos. A redução resulta de subscrições líquidas negativas (diferença entre as novas subscrições e as amortizações ao valor de reembolso) que ascenderam a EUR 4.381 milhões. Mais uma vez, este comportamento traduziu-se num aumento do prazo médio das unidades subscritas de CA há mais de 5 anos. O aumento do *stock* de CT, em EUR 623 milhões, foi insuficiente para compensar a redução do saldo de CA, pelo que no seu conjunto os instrumentos de dívida de retalho contribuíram negativamente para a evolução do *stock* da dívida em EUR 3.464 milhões.

**Quadro 17 – Evolução do *stock* de Certificados de Aforro**  
(unidade: EUR milhões)

Ano	Variação do <i>stock</i>	Subscrições líquidas	Capitalização de juros
1997	686	24	662
1998	139	( 420)	558
1999	486	37	449
2000	1 177	626	551
2001	1 071	403	668
2002	793	215	578
2003	318	( 182)	500
2004	49	( 411)	460
2005	343	( 130)	473
2006	1 003	446	557
2007	801	128	673
2008	( 852)	(1 534)	682
2009	( 327)	( 784)	457
2010	(1 400)	(1 716)	316
2011	(4 086)	(4 381)	294

## ENCARGOS CORRENTES DA DÍVIDA

Numa ótica de contabilidade pública, o valor dos encargos correntes da dívida direta do Estado com juros pagos em 2011 cifrou-se em EUR 5.773 milhões e com outros encargos ascendeu a EUR 263 milhões, sendo que destes EUR 236 milhões estão associados ao PAEF<sup>7</sup>.

<sup>7</sup> De notar que, em Contas Nacionais, na rubrica de Consumos Intermédios, o valor relativo a Outros Encargos associado aos empréstimos do PAEF foi de apenas EUR 171 milhões, uma vez que houve uma parcela, de EUR 64 milhões, que foi reclassificada como juro e, portanto, periodicada ao longo da vida do empréstimo.

**Quadro 18 – Encargos correntes da dívida direta do Estado**  
 (unidade: EUR milhões)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
<b>ÓTICA DA CONTABILIDADE PÚBLICA</b>								
Juros	3 722	3 937	4 366	4 704	4 855	4 973	4 943	5 773
dos quais: PAEF	0	0	0	0	0	0	0	113
Outros encargos (*)	18	30	31	24	30	32	26	263
dos quais: PAEF	0	0	0	0	0	0	0	236
<b>Total encargos</b>	<b>3 740</b>	<b>3 967</b>	<b>4 397</b>	<b>4 728</b>	<b>4 885</b>	<b>5 005</b>	<b>4 970</b>	<b>6 036</b>

**ÓTICA DA CONTABILIDADE NACIONAL (\*\*)**

Juros (no âmbito do PDE)	3 826	4 054	4 365	4 691	4 867	4 778	4 948	6 405
--------------------------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

(\*) Os outros encargos refletem 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 ótica das Contas Públicas que adota uma base de caixa, a ótica das Contas Nacionais considera os juros numa base de especialização de exercícios.

Em Contas Nacionais, os juros ascenderam a EUR 6.405 milhões em 2011, tendo-se verificado um acréscimo de EUR 1.457 milhões face ao ano anterior. Para esta evolução contribuíram quer o aumento do *stock* quer o efeito preço.

**Quadro 19 – Variação dos juros**  
 (unidade: EUR milhões)

Ano	Stock de dívida médio	Juros (contabilidade nacional)	Taxa de juro implícita	Variação dos juros	Contribuições para a variação dos juros		
					Efeito de stock	Efeito preço	Efeito cruzado
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
2000	64 566	3 635	5.6%				
2001	69 313	3 771	5.4%	136	267	(122)	(9)
2002	75 962	3 875	5.1%	104	362	(235)	(23)
2003	81 426	3 797	4.7%	(79)	279	(333)	(24)
2004	87 058	3 826	4.4%	30	263	(218)	(15)
2005	96 249	4 054	4.2%	228	404	(159)	(17)
2006	105 158	4 365	4.2%	311	375	(59)	(5)
2007	110 681	4 691	4.2%	326	229	92	5
2008	115 633	4 867	4.2%	176	210	(32)	(1)
2009	125 605	4 778	3.8%	(88)	420	(468)	(40)
2010	142 261	4 948	3.5%	170	634	(410)	(54)
2011	163 333	6 405	3.9%	1,457	733	631	93

**Notas:**

$$(2) = S_t - \text{média do stock final de } t \text{ e } t-1$$

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

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

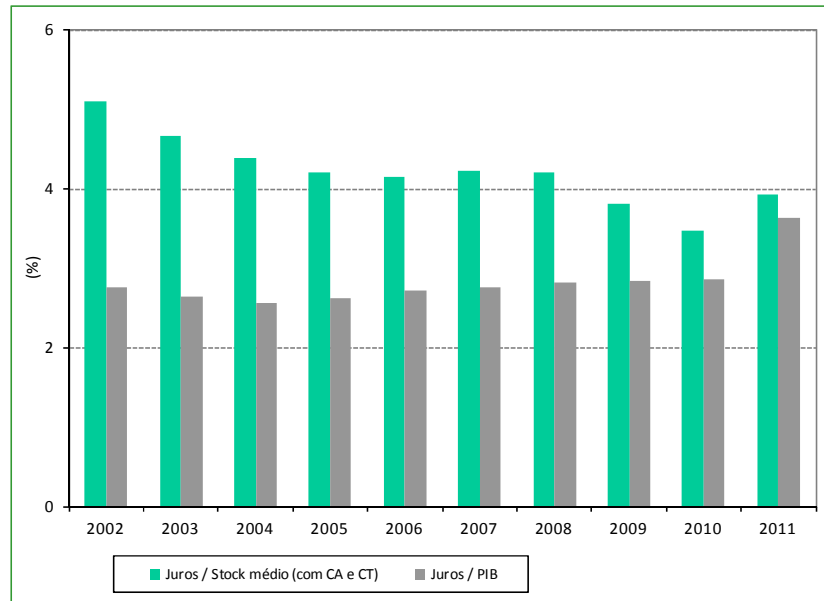
$$(6) = i_{t-1} \cdot \Delta S_t$$

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

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

Em conformidade, assistiu-se a um aumento da taxa de juro implícita (determinada a partir do rácio entre o valor dos juros do ano, em contas nacionais, e o valor do *stock* médio da dívida), que evoluiu de 3,5 para 3,9 por cento no final de 2011. Já em relação ao rácio dos juros no PIB, assistiu-se a um incremento de oito décimas de ponto percentual, de 2,9 para 3,6 por cento em 2011.

Gráfico 18 - Evolução dos juros da dívida direta do Estado  
(Ótica da Contabilidade Nacional)



## GESTÃO DO RISCO

### CARACTERIZAÇÃO DA CARTEIRA DE DÍVIDA E INDICADORES DE CUSTO

Em 31 de Dezembro de 2011 o valor da carteira total de dívida direta do Estado, avaliada a preços de mercado,<sup>8</sup> era de EUR 138.330 milhões, refletindo um desconto de -18,1 por cento em face do seu valor nominal. O cupão médio da carteira aumentou em 2011 para 4,07 por cento. O prazo médio de amortização da dívida aumentou para 6,34 anos.

#### Quadro 20 – Carteira de dívida em fim de ano (valores pós-swaps)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Outstanding (EUR Milhões)	62.584	65.823	72.023	79.554	83.611	90.821	101.810	108.609	112.852	117.169	131.892	149.837	165.580
Cupão Médio	5,55%	5,82%	5,31%	5,14%	4,50%	4,43%	4,09%	4,28%	4,35%	4,47%	3,51%	3,66%	4,07%
Yield Média	4,54%	4,96%	4,69%	3,68%	3,18%	2,73%	2,96%	3,93%	4,16%	3,83%	2,93%	4,81%	7,80%
Prazo Médio Amortização (anos)	4,17	4,61	4,57	4,55	4,31	3,66	4,89	5,84	6,03	6,26	6,10	5,80	6,34
Duração Modificada	2,87	2,96	2,98	3,19	2,92	2,98	3,41	2,91	2,71	3,80	3,52	3,80	4,38
Valor de Mercado (EUR Milhões)	64.774	69.592	76.444	86.159	89.638	97.901	108.997	112.585	116.071	123.537	138.051	143.505	138.330
Prémio (incl. Juro corrido)	3,5%	5,7%	6,1%	8,3%	7,2%	7,8%	7,1%	3,6%	2,9%	5,4%	4,7%	-4,2%	-18,1%

#### Custo *marked-to-market*

Manteve-se em 2011 um modelo de *benchmark* provisório, no qual as operações de gestão ativa contratadas pelo IGCP integram uma carteira separada cuja avaliação *mark-to-market* constitui a medida de performance da gestão ativa do IGCP.

Avaliado a preços de mercado (*marked-to-market*), o custo<sup>9</sup> da Carteira de Dívida Ajustada<sup>10</sup> foi, em 2011, de -11,68 por cento. No mesmo período, para a carteira de referência (*benchmark*) foi calculado um custo de -11,89 por cento, resultando num diferencial de custo desfavorável à carteira de 20,7 pontos base.

Em face da dificuldade em contratar novos derivados, em resultado da deterioração da qualidade creditícia da República, a medição de performance do IGCP, com origem unicamente nas operações de gestão ativa, assume atualmente um significado reduzido.

Em termos acumulados, desde 1999, a carteira teve um custo total anualizado de 2,195 por cento, superior ao do *Benchmark* em 0,4 pontos base.

#### Quadro 21 – Custo anualizado da carteira ajustada e do *benchmark*

	Taxa Interna de Rentabilidade (a.a.)													
	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	1999/2011
Carteira	-1,38%	6,30%	6,19%	8,41%	3,81%	5,93%	3,76%	0,64%	3,03%	7,40%	4,04%	-5,89%	-11,68%	2,195%
<i>Benchmark</i>	-0,97%	6,14%	6,23%	8,44%	3,79%	5,95%	3,59%	0,64%	3,03%	7,02%	4,62%	-6,07%	-11,89%	2,190%
Diferença (em p.b.)	-41,0	16,0	-3,6	-3,5	2,4	-2,0	16,9	0,0	-0,8	37,7	-57,8	17,9	20,7	0,4

<sup>8</sup> A avaliação do valor da carteira de dívida a preços de mercado passou a efetuar-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. Atualmente todos os instrumentos com mercado secundário (OT e BT) 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.

<sup>9</sup> O custo *marked-to-market* em 2011 voltou a ser negativo porque o efeito (de sinal negativo) da redução do valor de mercado foi superior ao efeito (de sinal positivo) dos juros.

<sup>10</sup> A Carteira de Dívida Ajustada refere-se ao conjunto dos instrumentos que constituem a carteira da dívida direta do Estado incluindo derivados financeiros, com exclusão das promissórias, da dívida de retalho e de CEDIC e CEDIM.



## 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. As *guidelines* definem limites máximos para o risco de taxa de juro (perfil de *refixing* e duração modificada), o perfil de refinanciamento, risco cambial e risco de crédito.

### CaR – Cost at Risk<sup>11</sup>

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

Em 2007, o IGCP adotou um modelo multifactorial para o apuramento do CaR. A escolha recaiu sobre o modelo de Nelson e Siegel (1987) incorporando a dinamização proposta em Diebold e Li (2006). 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 do Orçamento de Estado para 2012; a estratégia de financiamento de referência;<sup>12</sup> *spreads* de financiamento constantes e o conjunto de cenários para a dinâmica da curva de rendimentos simulados através do modelo descrito, a estimativa do *CaR*<sup>13</sup> resultante da simulação da dinâmica da carteira e das taxas de juro sem risco (*swap*) para 2012, é a seguinte:

#### Quadro 22 – CaR da carteira para 2012 (para um intervalo de confiança de 95 por cento)

EUR milhões	
Contas Nacionais	2012
Custo esperado	7 435
CaR absoluto (I.C. 95%)	7 600
CaR relativo (I.C. 95%)	165
CaR relativo / Custo esperado	2,2%
CaR relativo / PIB	0,10%

De acordo com o *CaR* absoluto estimado, o valor esperado dos encargos com a carteira para 2012 é de EUR 7.435 milhões e existirá uma probabilidade de apenas 5 por cento de esse valor vir a exceder EUR 7.600 milhões, por efeito das variações das taxas de juro sem risco.<sup>14</sup> O *CaR* relativo, para o mesmo nível de significância, é de EUR 165 milhões.

Em termos relativos, por comparação com o PIB, pode concluir-se que a probabilidade de, em 2012, por via da variação das taxas de juro sem risco, o rácio do défice orçamental sobre o PIB vir a agravar-se em mais de 0,10 pontos percentuais é inferior a 5 por cento.

<sup>11</sup> 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.

<sup>12</sup> Embora dependente das condições da assistência financeira externa, considera-se que a estratégia de referência anteriormente aprovada continua a ser a melhor referência para efeitos de cálculo do *CaR*.

<sup>13</sup> Apurado numa base de Contas Nacionais.

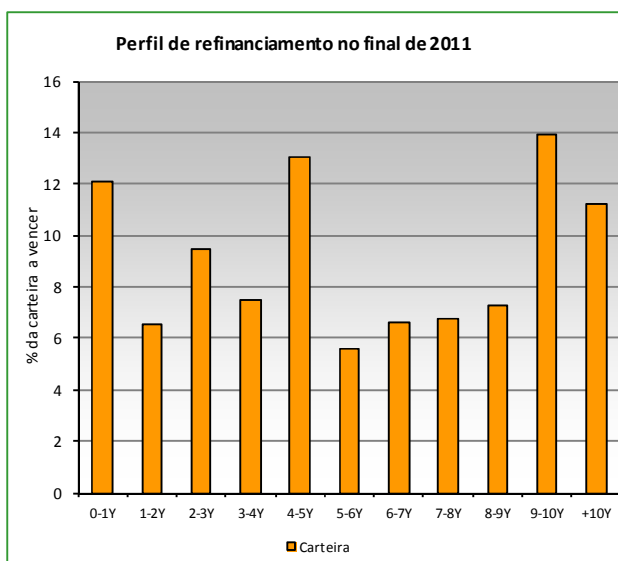
<sup>14</sup> Esta estimativa não entra em consideração com a variabilidade dos *spreads* da ajuda externa à República (face à curva *swap*).

## 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, 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, respetivamente, 25 por cento, 40 por cento e 50 por cento. No final de 2011, a carteira ajustada apresentava o seguinte perfil de refinanciamento:

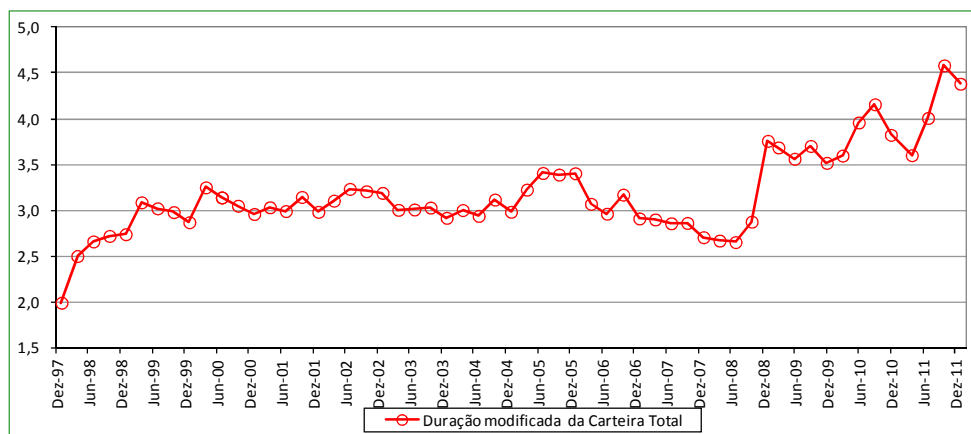
Gráfico 19 - Perfil de refinanciamento da Carteira



## Risco de taxa de juro

A duração modificada<sup>15</sup> da carteira de dívida total e ajustada situava-se no final de 2011 em 4,38 e 4,74, respetivamente. Durante o ano de 2011, a duração da carteira ajustada foi sempre superior ao limite mínimo estabelecido de 4,0.

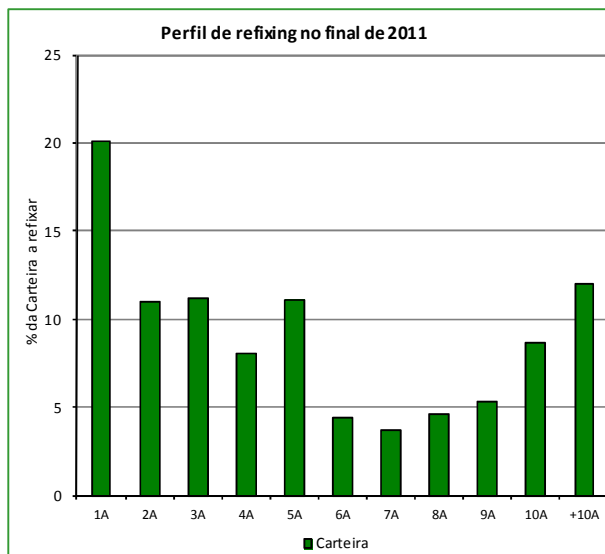
Gráfico 20 - Duração modificada da Carteira Total



<sup>15</sup> A duração modificada mede a elasticidade do valor de mercado da carteira à variação das taxas de mercado.

No final de 2011, a carteira apresentava o seguinte perfil de refixing (i.e. percentagem do valor nominal da carteira ajustada a refixar ou vencer, por prazos):

Gráfico 21 - Perfil de refixing da Carteira



### Risco de taxa de câmbio

No final de 2011, a exposição cambial líquida (i.e. após *swaps*) era de 2,45 por cento, em resultado dos desembolsos da *Extended Fund Facility* do FMI que é denominada em DSE (direitos de saque especiais), correspondentes a um cabaz de EUR, USD, GBP e JPY. A exposição cambial líquida da carteira de dívida manteve-se ao longo de 2011 abaixo do limite de 10 por cento.

Para diminuir a exposição cambial, o IGCP tem procurado contratar *currency swaps* de cobertura o que, apesar de terem sido assinadas novas bases contratuais do CSA<sup>16</sup> que reduzem a exposição a risco de crédito nos derivados, foi possível apenas parcialmente. Em resultado da deterioração da qualidade creditícia da República, as contrapartes revelaram-se pouco disponíveis para a contratação de novas operações de derivados.

A exposição cambial primária (não incluindo operações de cobertura) representava, no final do ano, 5,89 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 decorre da contratação de operações com instrumentos derivados, *repos* e aplicações no mercado monetário. As Normas Orientadoras em vigor<sup>17</sup> estabelecem a diversificação dos riscos e a atribuição de limites de exposição a cada contraparte em função da sua qualidade creditícia, os quais são monitorizados continuamente.

O risco de crédito de cada contraparte (i.e. de todos os seus contratos derivados com a República) é apurado de acordo com uma metodologia que contempla duas componentes: o seu valor de mercado

<sup>16</sup> Conforme foi desenvolvido na Caixa – Gestão do Risco: CSA bilateral do Relatório Anual de 2010.

<sup>17</sup> As Normas Orientadoras do Risco de Crédito em vigor encontram-se detalhadas na Caixa - NOVAS NORMAS ORIENTADORAS PARA A GESTÃO DO RISCO DE CRÉDITO do Relatório Anual de 2009.

atual, que representa o valor de substituição da transação e uma exposição potencial, que pretende estimar a variação potencial desse valor no futuro. Ao valor que resulta da soma destas duas componentes deve ser subtraído o valor de mercado do colateral recebido ou entregue ao abrigo do CSA.

Tendo como objetivo a minimização da exposição da República a risco de crédito associado a derivados e, ao mesmo tempo, a maximização da capacidade de contratação de novas operações, ao mínimo custo possível, o IGCP iniciou em Janeiro de 2011 (após reunidas todas as condições legais para a entrega pelo IGCP de colateral) as negociações com as contrapartes de derivados com vista à assinatura de contratos CSA bilaterais. Na sequência dessas negociações, até ao final de 2011, o IGCP assinou CSA bilaterais com 8 contrapartes. A lista de contrapartes para transações que envolvam risco de crédito é atualmente composta por 23 instituições financeiras com contratos *ISDA* assinados, das quais 7 têm CSA unilateral com a República.

Como se pode ver no gráfico, ao longo de 2011, a exposição a risco de crédito da carteira de derivados manteve-se sempre abaixo do limite global estabelecido.

Gráfico 22 - Risco de crédito – componentes

