

2. FINANCIAMENTO DO ESTADO PORTUGUÊS

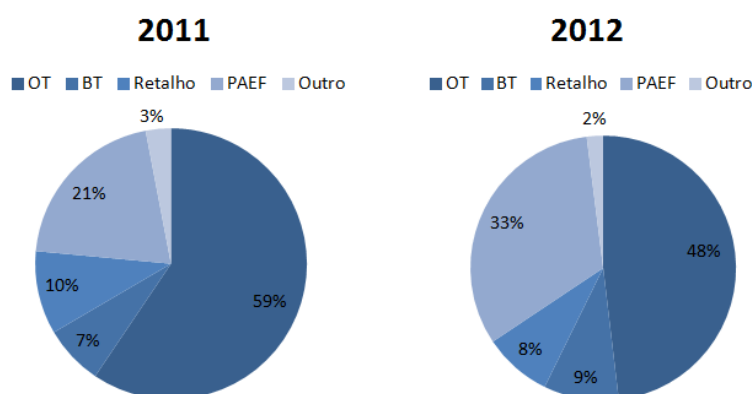
2.1. ESTRATÉGIA DE GESTÃO DA DÍVIDA PÚBLICA PORTUGUESA

A emissão e gestão da dívida pública está subordinada aos princípios definidos na Lei Quadro da Dívida (Lei n.º 7/98, de 3 de Fevereiro), devendo assegurar o financiamento requerido pela execução orçamental de forma a minimizar os custos diretos e indiretos numa perspetiva de longo prazo e a garantir a sua distribuição de forma equilibrada pelos vários orçamentos anuais, evitando uma excessiva concentração temporal das amortizações e uma exposição a riscos excessivos.

Naturalmente, nos últimos 2 anos, a estratégia tem sido fortemente condicionada pelos desembolsos do PAEF, que constituíram a maior parcela do financiamento obtido em 2011 e 2012, a larga distância dos restantes instrumentos. Não obstante as condições de financiamento destes empréstimos estarem definidas de forma independente das decisões do IGCP, deve salientar-se que, ao longo de 2012, elas evoluíram de forma muito favorável, seja pelo primeiro alargamento das maturidades dos empréstimos da UE (de 7,5 anos para 12,5 anos no caso do MEEF e 15 anos no caso dos novos empréstimos do FEEF), seja pela redução das taxas de juro, tanto dos empréstimos com taxa variável (FMI e FEEF), como das novas emissões a taxa fixa do MEEF. Neste sentido, o maior peso destes instrumentos no *stock* de dívida direta do Estado favoreceu os indicadores de custo e risco que norteiam a gestão da dívida.

A estrutura do *stock* da dívida direta do Estado no final de 2012 reflete precisamente o grande aumento do peso dos empréstimos do PAEF, que passaram a representar aproximadamente 1/3 do total de dívida (21 por cento no final de 2011). Para além do PAEF, apenas os BT aumentaram o seu peso relativo, ao passar de 7 para 9 por cento, refletindo o primeiro passo na estratégia de regresso aos mercados, uma vez que, em 2012, foram gradualmente retomadas as emissões de prazos superiores a 6 meses e foram inclusivamente lançadas linhas a 18 meses, com o *stock* de BT no final do ano a aumentar cerca de EUR 5 mil milhões face a 2011.

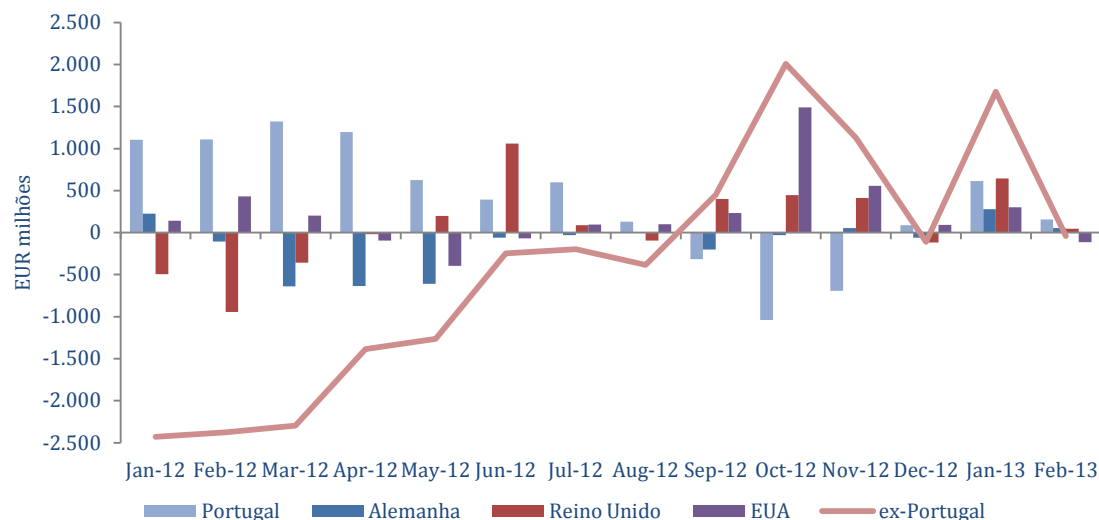
Gráfico 1 - Estrutura do *stock* de dívida por tipo de instrumento



Fonte: IGCP

No entanto, o ano de 2012 foi também importante no planeamento de uma estratégia de regresso ao mercado de dívida de médio e longo prazo, que se prevê possa ser consolidada em 2013. A estratégia passa sobretudo por conquistar uma nova base de investidores para a dívida pública portuguesa, tendo em consideração os constrangimentos inerentes ao facto da República ter agora um *rating sub-investment grade*. Neste contexto, torna-se crucial procurar ativamente novos investidores, em novos mercados, de forma a substituir a base de investidores tradicional, que foi, em grande medida, forçada a reduzir, ou mesmo fechar, as suas posições em dívida portuguesa, no seguimento dos sucessivos *downgrades* do *rating* da República Portuguesa. Com efeito, nos primeiros oito meses do ano registou-se uma redução líquida da dívida detida por não-residentes (setor não oficial), a um ritmo de mais de EUR 1.000 milhões por mês.

Gráfico 2 – Volume líquido de transações de OT por destino geográfico



Fonte: HRF reportados pelos OEVT

A partir de setembro, porém, começou a observar-se a tendência contrária, com investidores norte-americanos e ingleses (maioritariamente *hedge funds* e gestores de fundos) a tomarem posições relevantes no mercado de dívida pública portuguesa de médio e longo prazo e a revelarem apetite por uma eventual emissão de dívida no mercado primário.

A este respeito, o IGCP adotou uma estratégia prudente, que compreende a preparação do regresso de forma gradual. O primeiro passo consistiu na realização de uma operação de troca sobre a OT Set 2013, que permitiu reduzir de forma significativa a pressão sobre o programa de financiamento do ano seguinte. Assim, o IGCP garantiu a margem de manobra necessária para escolher o melhor momento para lançar uma nova emissão (o que na verdade veio a ocorrer já no início de 2013).

Neste processo é crucial estabelecer contactos com o maior número de investidores possível, divulgando oportunidades de investimento em Portugal e fornecendo de forma contínua o máximo de informação disponível sobre os sucessos e riscos inerentes ao processo de ajustamento da economia portuguesa, de forma a diversificar a nova base de investidores.

Concomitantemente, o IGCP tem também procurado restabelecer a sua base de investidores no mercado de retalho interno, sendo de realçar a alteração das condições de remuneração dos CA, que entrou em vigor em setembro de 2012 e permitiu limitar os elevados reembolsos deste instrumento, que se vinham observando de forma consistente, sobretudo desde meados de 2011.

Por fim, deve ser também destacado o aumento significativo dos saldos de disponibilidades de tesouraria, um resultado que, embora aparentemente contrário ao objetivo que norteou a decisão de centralizar no IGCP a Tesouraria Central do Estado em 2007, se justifica no contexto de incerteza atual. Ainda que a manutenção de saldos de tesouraria elevados possa, numa análise *ex-post*, redundar num aumento do custo de financiamento da República, esse aumento não pode ser dissociado da redução do risco inerente a falhar algum pagamento. Assim, o pré-financiamento e constituição de reservas de liquidez é uma estratégia que se revela prudente, dada a incerteza sobre a capacidade de acesso ao mercado a todo o momento. É, aliás, uma estratégia que ficou explicitamente consagrada na revisão da Lei do Enquadramento Orçamental de 2011 (ver “Caixa – Nova Lei de Enquadramento Orçamental: perspetiva plurianual” do Relatório Anual de 2011) e que tem também sido adotada por outros soberanos, sobretudo nas circunstâncias atuais.

CAIXA: AVALIAÇÃO DE DESEMPENHO DOS PARTICIPANTES NO MERCADO DE DÍVIDA PÚBLICA PORTUGUESA

Apesar do financiamento em mercado primário se ter concentrado, no ano de 2012, em leilões de BT, é importante manter uma análise da 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 OEVT não se alterou ao longo de 2012 – 2 bancos domésticos em 18 – sendo de destacar a *performance* dos seguintes operadores:

Quadro 1 – OEVT com melhor desempenho em 2012

1	Banco Espirito Santo, SA
2	Barclays Bank, plc
3	Deutsche Bank, AG
4	Caixa Banco de Investimento, SA
5	Morgan Stanley & Co International

Fonte: IGCP

Já para o grupo de EBT entrou o Banco BPI S.A. em 2012, passando o grupo a incluir 4 bancos domésticos num total de 19 especialistas neste segmento de mercado. Em 2012 destaca-se a *performance* dos seguintes EBT:

Quadro 2 – EBT com melhor desempenho em 2012

1	Caixa Geral de Depósitos, SA
2	Société Générale
3	Banco Espirito Santo, SA
4	Millenniumbcp
5	Banco Santander

Fonte: IGCP

2.2. NECESSIDADES DE FINANCIAMENTO

Em 2012, as necessidades líquidas de financiamento do Estado, apuradas na ótica da contabilidade pública, foram cerca de EUR 18,0 mil milhões, dos quais EUR 8,9 mil milhões representam o défice orçamental do subsector Estado em contabilidade pública e EUR 7,1 mil milhões se destinaram a aquisição líquida de ativos financeiros, com destaque para empréstimos a empresas públicas, capitalização da CGD e parcela de Portugal no capital do MEE.

Ao longo de 2012 foi ainda reforçado o fundo de suporte à recapitalização do sistema bancário privado num total de EUR 7 mil milhões. Tendo em consideração o depósito de EUR 1.000 milhões formado ainda em 2011, o Estado Português já recebeu EUR 8 mil milhões do total de EUR 12 mil milhões que ficou consignado ao reforço da estabilidade financeira no âmbito do PAEF. Deste montante, EUR 4,5 mil milhões foram utilizados ainda em 2012 na recapitalização do BCP e BPI (tendo o segundo reembolsado EUR 300 milhões até final do ano), pelo que no final de 2012 restava ainda uma parcela de EUR 3,5 mil milhões depositada numa conta dedicada no Banco de Portugal. Excluindo esse montante, o saldo de financiamento disponível para exercícios seguintes situou-se em cerca de EUR 6,3 mil milhões.

Quadro 3 – Necessidades de financiamento em 2011 e 2012

(EUR milhões)	2011	2012 E
1. NECESSIDADES LÍQUIDAS DE FINANCIAMENTO	13.277	18.034
Défice Orçamental	7.044	8.896
Aquisição líquida de ativos financeiros (exceto privatizações e reforço da estabilidade financeira)	6.833	7.146
Reforço da estabilidade financeira ⁽¹⁾	0	4.200
Receita de privatizações (-) ⁽²⁾	600	2.208
2. AMORTIZAÇÕES E ANULAÇÕES (Dívida Fundada)	39.732	36.819
Certificados de Aforro + Certificados do Tesouro	4.820	2.229
Dívida de curto prazo em euros	25.321	17.985
Dívida de médio e longo prazo em euros	9.592	16.485
Dívida em moedas não euro	305	429
Fluxos de capital de <i>swaps</i> (líq.)	-306	-309
3. NECESSIDADES BRUTAS DE FINANCIAMENTO (1. + 2.)	53.009	54.853
4. FONTES DE FINANCIAMENTO	60.683	64.606
Saldo de financiamento de Orçamentos anteriores	94	7.674
Emissões de dívida relativas ao Orçamento do ano	60.588	56.933
das quais: empréstimos obtidos no âmbito do PAEF	34.253	28.460
Emissões de dívida no Período Complementar	0	0
5. SALDO DE FINANCIAMENTO PARA EXERCÍCIOS SEGUINTE (4. - 3. + 6.)	7.674	9.755
Depósitos cativos para reforço da estabilidade financeira ⁽³⁾	1.000	3.500
Saldo disponível de financiamento para exercícios seguintes	6.674	6.255
p.m. 6. Discrepâncias	0	2
p.m. EMISSÕES DE DÍVIDA NO ANO CIVIL (Dívida Fundada)	61.371	56.933
Relativas ao Orçamento do ano anterior (Período Complementar)	783	0
Relativas ao Orçamento do ano	60.588	56.933

⁽¹⁾ Montante efetivamente usado pelo Estado para recapitalização do sistema bancário privado, deduzido de reembolsos entretanto ocorridos.

⁽²⁾ A receita de privatização arrecadada em 2011 (EUR 600 milhões por conta da privatização da EDP) só foi transferida para o FRDP em 2012, pelo que só nesse ano foi aplicada na amortização de dívida pública. Do mesmo modo, a receita de privatização do BPN (EUR 40 milhões) foi recebida em 2012, mas só será aplicada em amortização de dívida em 2013.

⁽³⁾ Montante cativado pelo Estado (em depósito junto do Banco de Portugal) para criação de um fundo de suporte à recapitalização do sistema bancário privado.

Fonte: DGO e IGCP

2.3. FINANCIAMENTO EFETUADO

A emissão líquida de dívida em 2012 ascendeu a EUR 20,1 mil milhões de euros. Face ao ano anterior, é de destacar o contributo líquido negativo das OT de EUR 10,6 mil milhões de euros e dos CA em EUR 1,7 mil milhões de euros. Em sentido contrário os BT revelaram-se uma das principais fontes de financiamento com uma emissão líquida de cerca de EUR 5,3 mil milhões de euros. O restante contributo positivo vem dos empréstimos ao abrigo do PAEF que, tal como referido anteriormente, substituiu o financiamento no mercado de médio e longo prazo.

Quadro 4 – Composição do financiamento em 2012

(EUR milhões – dívida fundada no ano civil)	Emissão	Amortização	Líquido
DÍVIDA EURO	48.691	36.698	11.992
CA - Certificados de Aforro	393	2.122	-1.730
CT - Certificados do Tesouro	224	107	118
CEDIC - Certificados Especiais de Dívida Pública CP	4.405	3.933	472
CEDIM - Certificados Especiais de Dívida Pública MLP	13	0	13
BT - Bilhetes do Tesouro	17.777	12.461	5.316
OT - taxa fixa ⁽¹⁾	3.575	14.150	-10.575
FEEF	12.343	985	11.357
MEEF	7.936	0	7.936
Outra dívida	2.024	2.940	-916
DÍVIDA NÃO EURO	8.241	429	7.813
FMI	8.181	0	8.181
Outra dívida	61	429	-368
FLUXOS DE CAPITAL DE SWAPS (LÍQ.)		-309	309
TOTAL	56.933	36.819	20.113

⁽¹⁾ O valor apresentado como emissões de OT (EUR 3.575 milhões) corresponde ao valor de encaixe obtido com a venda da OT 3,35% Out 2015, que foi oferecida em troca da recompra antecipada da OT 5,45% Set 2013, por um montante de EUR 3.839 milhões. Esta operação de troca redundou numa emissão líquida negativa de EUR 264 milhões, mas foi neutra em termos de valor nominal.

Fonte: IGCP

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

Financiamento ao abrigo do PAEF

Em relação ao financiamento via PAEF salientam-se a diminuição dos custos de financiamento e o aumento da maturidade média de reembolso ao longo de 2012.

O valor nominal dos desembolsos do PAEF em 2012 foi de EUR 28,5 mil milhões (dos quais EUR 1.000 milhões para refinarciar um empréstimo intercalar de curto prazo realizado no final de 2011), apresentando uma maturidade média próxima de 15 anos e a uma taxa média de 3 por cento vs cerca de 4 por cento em 2011.

Quadro 5 – Resumo dos desembolsos obtidos ao abrigo do PAEF em 2012

Entidade	Valor nominal (EUR milhões)	Valor desembolsado (EUR milhões)	Maturidade média (anos)	All-in-cost estimado (%)
FEEF	12.350	12.343	17,6	2,5%
MEEF	8.000	7.936	18,6	3,1%
FMI	8.181	8.181	7,2	3,7%
Total	28.531	28.460	14,9	3,0%

Fonte: IGCP

Emissões de OT

Como discutido em cima, o mercado das OT registou ganhos consecutivos desde fevereiro, à medida que a confiança dos investidores foi recuperada, tendo-se também observado um aumento da participação de investidores não-residentes na segunda metade do ano. Neste

contexto deve ser destacado o contacto pró-ativo do IGCP junto de investidores, via *conference-calls*, reuniões e *roadshows*, que desempenhou um papel importante na comunicação com estes investidores e na retoma gradual da sua confiança na sustentabilidade da dívida pública portuguesa. A melhoria da perceção de risco da República beneficiou também da realização, em outubro, de uma oferta de troca, que acabou por ser um reflexo da primeira fase de regresso ao mercado.

O IGCP anunciou a oferta de troca comprando a OT com maturidade em Setembro 2013 por contrapartida, de igual valor nominal, da OT com maturidade em Outubro de 2015. A operação permitiu a redução dos compromissos para 2013, e respetivo refinanciamento para 2015.

Quadro 6 - Oferta de troca de Obrigações do Tesouro

Data	Título	Posição	Exchange offer		Valor nominal (EUR milhões)	Outstanding final
				YTM		
3-Out-12	OT 5,45% Set 2013	Compra		3.10%	3 757	5 828
3-Out-12	OT 3,35% Out 2015	Emissão		5.12%	3 757	13 406

Fonte: IGCP

As diferentes fontes de financiamento, nomeadamente os leilões de BT e o PAEF, permitiram ao IGCP acumular níveis de liquidez confortáveis e aplicar parte dos mesmos na realização de diversas recompras bilaterais ao longo do ano, com vista à diminuição dos compromissos relativos à amortização das OT 5% Jun 2012 e OT 5,45% Set 2013.

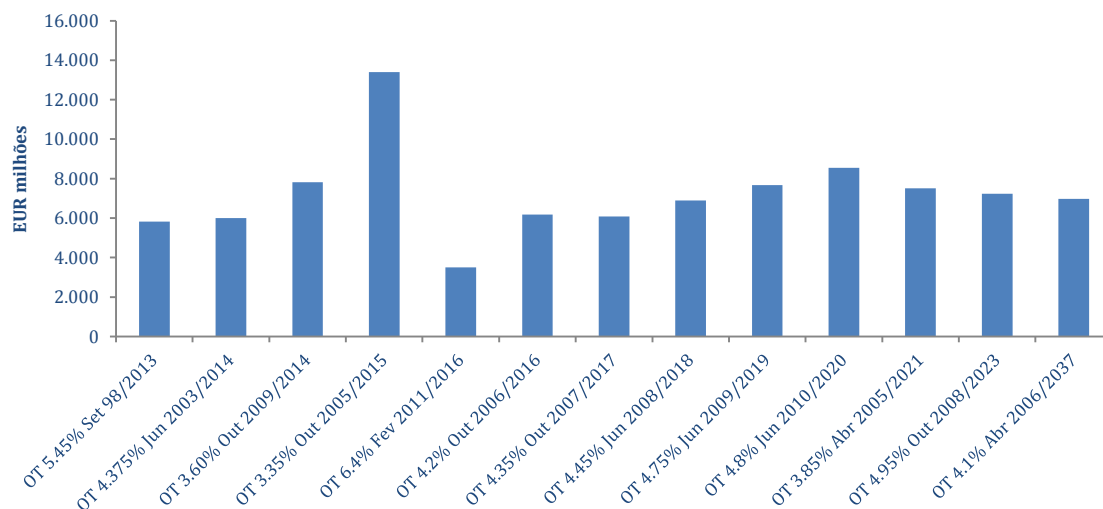
Quadro 7 - Recompras de OT em 2012

Título	Montante Recomprado
OT 5% Jun2012	1.820
OT 5,45% Set2013	151
Total	1.971

Fonte: IGCP

No seguimento destas operações, o saldo das OT vivas no final de 2012 apresentava o seguinte perfil de amortizações:

Gráfico 3 - Composição da curva de OT no final de 2012



Fonte: IGCP

Programa EMTN

Ao longo do ano realizou-se apenas uma emissão ao abrigo do Programa EMTN em vigor, no montante de EUR 50 milhões. Esta emissão foi realizada com uma maturidade global de 5 anos (primeiro cupão mais longo), com opções de venda do segundo ano em diante. Nos dois primeiros anos a emissão paga um cupão fixo semestralmente à taxa de 3,75 por cento e, caso as *Put Options* não serem exercidas, passa a cupão variável de 250 pontos base acima da Euribor a 6 meses.

Quadro 8 – Emissão de EMTN

Data	Emissão	Valor Nominal (EUR milhões)	Cupão/Taxa	All-in-cost (p.b.)
29-Oct-12	PUTTABLE FIX-TO-FLOAT EUR JAN 2018	50	3.75% / €6M +250 bps ⁽¹⁾	€6M + 276 bps ⁽²⁾

⁽¹⁾ Cupão fixo (semianual) até Jan-15 e indexado à Euribor a 6 meses posteriormente.

⁽²⁾ Estimativa no pressuposto da transação se manter até à maturidade, i.e., se a opção de venda do investidor não for exercida.

Fonte: IGCP

Emissões de BT

Aquando da realização do Programa de Financiamento para 2012 previa-se a emissão bruta de cerca de EUR 32,5 mil milhões de BT concentrada nas maturidades de 3 e 6 meses.

A emissão de BT beneficiou logo desde o primeiro trimestre da melhoria das condições de liquidez no sistema financeiro e procura de rendibilidades mais atrativas por parte dos investidores. Esta melhoria permitiu a reintrodução da linha de 12 meses a taxas inferiores à última emissão de BT a 12 meses, realizada antes do pedido de ajuda financeira, bem como a introdução, em Abril de 2012, da linha de 18 meses, a primeira emissão não abrangida pelo PAEF.

Acabaram por ser emitidos um total de EUR 26,8 mil milhões em BT ao longo do ano dos quais EUR 12,3 mil milhões só no primeiro trimestre.

A melhoria das condições de mercado registou-se também neste instrumento levando a um custo de financiamento gradualmente inferior e para prazos superiores.

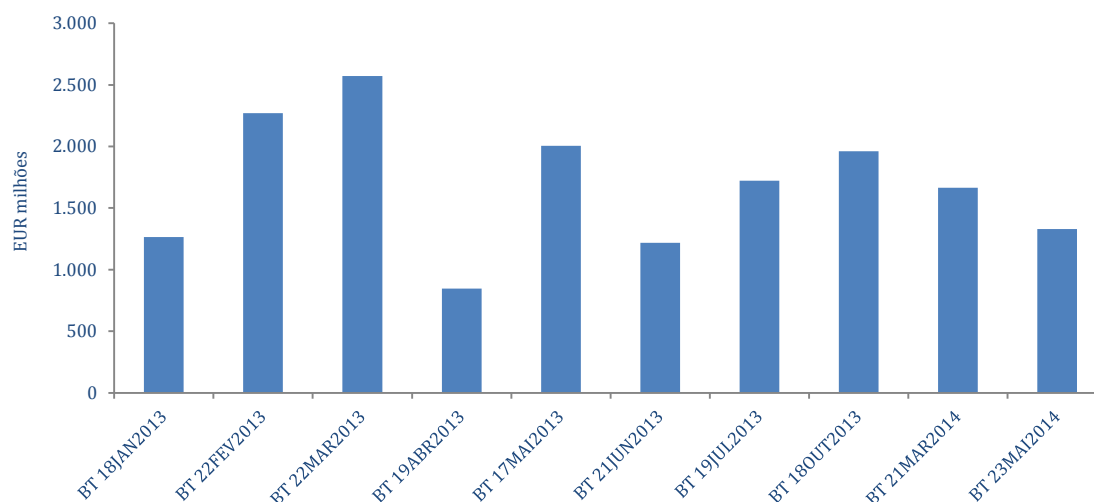
Quadro 9 – Resultados dos leilões de BT em 2011 e 2012

Maturidade (meses)	3		6		12		18		
	Ano	2011	2012	2011	2012	2011	2012	2011	2012
<i>Bid-to-cover ratio</i>		2,2	4,5	3,4	3,4	2,4	2,4	n,a	2,3
Taxa média ponderada (%)		4,9	3,6	4,5	3,1	4,1	4,0	n,a	3,4
ASW (p.b.)		336	255	300	219	247	263	n.a.	259

Fonte: IGCP

O perfil de dívida de curto prazo no final do ano apresentava-se relativamente disperso e sem concentração excessiva em cada maturidade, o que permite manter um programa que possibilita aos investidores executarem o regular *roll-over* dos títulos.

Gráfico 4 – Composição da curva de BT no final de 2012



Fonte: IGCP

Emissões de CA/CT

Tal como observado desde 2008, as emissões de instrumentos de retalho voltou a ter um contributo negativo para a composição do financiamento em 2012.

No caso dos certificados de aforro (CA), a evolução traduziu-se numa redução do saldo de EUR 1 715 milhões, verificando-se, ainda assim, uma atenuação do ritmo de queda face a 2011, sobretudo a partir de setembro, quando as condições de remuneração foram alteradas (ver Caixa: “Novas condições de remuneração dos certificados de aforro”).

Por sua vez, as subscrições líquidas de certificados do Tesouro (CT) situaram-se em pouco mais de EUR 100 milhões no total do ano, tendo-se optado por suspender as novas subscrições deste produto, dada o pouco sucesso revelado pelo produto desde a sua criação em 2010.

Emissões de CEDIC/CEDIM

O saldo vivo de CEDIC e CEDIM apresentou montante de EUR 4,6 mil milhões no final de 2012 (EUR 4,1 mil milhões no final de 2011), apresentando um contributo para o financiamento líquido positivo de EUR 485 milhões.