

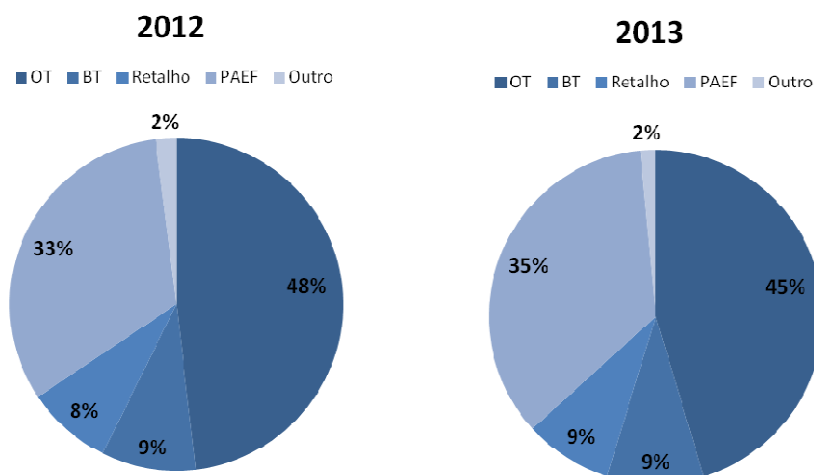
2. FINANCIAMENTO DO ESTADO PORTUGUÊS

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.

A estrutura do *stock* da dívida direta do Estado no final de 2013 reflete a continuação do aumento do peso dos empréstimos do PAEF, que passaram a representar 35% do total de dívida (33% no final de 2012). Para além do PAEF, também o segmento de dívida de Retalho aumentou o seu peso relativo, ao passar de 8 para 9 por cento, com o lançamento de um novo produto durante 2013, os CTPM, cujo montante subscrito ascendeu a mais de EUR 600 milhões (ver caixa “Novo Instrumento de Retalho CTPM”).

Gráfico 13 – Estrutura do *stock* de dívida por tipo de instrumento



Fonte: IGCP

O ano de 2013 foi também importante no planeamento de uma estratégia de regresso ao mercado de dívida de médio e longo prazo, que se prevê consolidada em 2014. A estratégia seguida em 2013, ao nível da gestão do financiamento, contemplou como elementos principais: i) a intensificação dos esforços de promoção da dívida pública portuguesa junto de intermediários financeiros e investidores internacionais; ii) a monitorização dos fluxos de compra e venda em mercado secundário por parte de investidores e operadores de mercado, no sentido de aferir as melhores janelas de oportunidade para emissão de dívida de médio e longo prazo em condições sustentáveis; iii) a promoção de um maior envolvimento de investidores *real money* internacionais na dívida pública portuguesa de forma a reduzir a volatilidade e aumentar a confiança na capacidade de financiamento; iv) o reforço do diálogo com as agências de *rating*, com vista a melhorar a informação disponibilizada, que possa contribuir para a promoção de um ciclo de avaliações positivas a breve prazo; v) o pré-financiamento de 2014, de forma a diminuir as incertezas do mercado sobre a capacidade de financiamento de Portugal e a criar uma dinâmica positiva nos *spreads* das OT; vi) promover, sempre que as condições de mercado se revelem favoráveis, a realização de ofertas de troca e leilões de recompra de OT; vii) expandir a base de subscritores de produtos de retalho e aumentar esta fonte de financiamento.

O ano de 2013 ficou marcado pelo regresso de investidores “*buy & hold*” ao mercado de OT, tendo essa situação sido particularmente visível em operações de mercado primário, como no *tap* da

OT 4,35% 16 Out 2017 de 23 de janeiro e na emissão a dez anos da OT 5,65% 15 Fev 2024 de 7 de maio. No mês de junho houve alguma volatilidade aliada a subida de taxas que levaram alguns investidores *real money* a reduzir a exposição a Portugal, resultado do início do *tapering* por parte da *Fed* e a crise política em Portugal. Com o esclarecimento da situação política e no seguimento do bom resultado da 10ª avaliação da *troika* o interesse dos investidores *real money* por Portugal reapareceu e as taxas das OT recuperaram.

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

Tendo em conta o processo de normalização de acesso aos mercados financeiros internacionais, 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, pois estes são parte fundamental da normalização do mercado secundário, nomeadamente dos níveis de volatilidade.

O grupo de OEVT aumentou para 19 em 2013, com a entrada do Banco BPI, SA – sendo de destacar a *performance* dos seguintes operadores:

Quadro 1 – OEVT com melhor desempenho em 2013

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

Fonte: IGCP

O grupo de EBT não teve mudanças durante o ano de 2013, sendo que destaca-se a *performance* dos seguintes EBT:

Quadro 2 – EBT com melhor desempenho em 2013

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

Fonte: IGCP

Em 2014 uma estratégia idêntica deverá ser desenvolvida com a flexibilidade necessária, através da conjugação de vários instrumentos ao longo do ano, sempre com o objetivo de reduzir as necessidades de tesouraria e garantir o financiamento necessário. Idealmente, dever-se-iam aproveitar as janelas de oportunidade no mercado, esperadas no princípio do ano, para resolver o financiamento de 2014 de forma a começar a executar o pré-financiamento de 2015, criando assim condições favoráveis a uma transição para financiamento em mercados financeiros sustentável.

2.2. NECESSIDADES DE FINANCIAMENTO

Em 2013, as necessidades líquidas de financiamento do Estado, apuradas na ótica da contabilidade pública, fixaram-se em cerca de EUR 11,1 mil milhões, dos quais EUR 7,7 mil milhões representam o défice orçamental do subsector Estado em contabilidade pública e perto de EUR 3,8 mil milhões se destinaram a aquisição líquida de ativos financeiros (onde assumem

particular relevo os empréstimos a outras entidades incluídas no perímetro de consolidação das Administrações Públicas, nomeadamente empresas públicas).

Ao longo de 2013 foram também utilizadas verbas do fundo de suporte à recapitalização do sistema bancário privado no processo de aumento de capital do Banif, num total de EUR 1,1 mil milhões. Por outro lado, o Estado encaixou receitas de privatizações de aproximadamente EUR 1,5 mil milhões, decorrentes dos processos de privatização da ANA e CTT.

No final de 2013 restava ainda uma parcela de EUR 6,4 mil milhões cativa no Banco de Portugal para reforço da estabilidade financeira. Excluindo este montante, o saldo de financiamento disponível para exercícios orçamentais seguintes situou-se em cerca de EUR 3,6 mil milhões.

Quadro 3 – Necessidades e fontes de financiamento do Estado em 2012 e 2013

(EUR milhões)	2012	2013
1. NECESSIDADES LÍQUIDAS DE FINANCIAMENTO	18.034	11.148
Défice Orçamental	8.896	7.665
Aquisição líquida de ativos financeiros (exceto privatizações e reforço da estabilidade financeira)	6.846	3.843
Reforço da estabilidade financeira	4.500	1.100
Receita de privatizações (-) *	2.208	1.459
2. AMORTIZAÇÕES E ANULAÇÕES (Dívida Fundada)	36.819	34.945
Certificados de Aforro + Certificados do Tesouro	2.229	923
Dívida de curto prazo em euros	17.985	21.615
Dívida de médio e longo prazo em euros	16.485	13.145
Dívida em moedas não euro	429	61
Fluxos de capital de <i>swaps</i> (líq.)	-309	-798
3. NECESSIDADES BRUTAS DE FINANCIAMENTO (1. + 2.)	54.853	46.093
4. FONTES DE FINANCIAMENTO	64.606	56.090
Saldo de financiamento de Orçamentos anteriores	7.674	9.755
Emissões de dívida relativas ao Orçamento do ano	56.933	46.335
Emissões de dívida no Período Complementar	0	0
5. SALDO DE FINANCIAMENTO PARA EXERCÍCIOS SEGUINTE (4. - 3.)	9.755	9.994
Depósitos cativos para reforço da estabilidade financeira	3.500	6.400
Saldo disponível de financiamento para exercícios seguintes	6.255	3.594
p.m. Discrepância estatística	2	-3
p.m. EMISSÕES DE DÍVIDA NO ANO CIVIL (Dívida Fundada)	56.933	46.335
Relativas ao Orçamento do ano anterior (Período Complementar)	0	0
Relativas ao Orçamento do ano	56.933	46.335

* A receita de privatização do BPN (EUR 40 milhões) foi recebida em 2012, mas só foi aplicada em amortização de dívida em 2013. Da mesma forma, uma parte da receita de privatização dos CTT (cerca de EUR 120 milhões) foi recebida em 2013, mas só será aplicada em amortização de dívida em 2014.

Fonte: DGO e IGCP

2.3. FINANCIAMENTO EFETUADO

A emissão líquida de dívida em 2013 ascendeu a EUR 11,4 mil milhões. Face ao ano anterior, é de destacar o contributo líquido positivo dos Certificados de Aforro, que em 2012 tinha registado um contributo negativo de cerca de EUR 1,7 mil milhões e em 2013 tiveram um contributo positivo de EUR 455 milhões. É também de salientar o contributo positivo dos certificados do

Tesouro superior a EUR 560 milhões. Os BT revelaram-se novamente uma das principais fontes de financiamento com uma emissão líquida de cerca de EUR 1,3 mil milhões. O restante contributo positivo vem dos empréstimos ao abrigo do PAEF que, tal como referido anteriormente, substituiu parte do financiamento no mercado de médio e longo prazo.

Quadro 4 – Composição do financiamento líquido fundado em 2013

(EUR milhões)	Emissão	Amortização	Líquido
DÍVIDA EURO	42.927	35.682	7.245
CA - Certificados de Aforro	1.339	884	455
CT - Certificados do Tesouro	599	38	561
CEDIC	4.127	4.405	-278
CEDIM	463	42	421
BT - Bilhetes do Tesouro	16.505	15.236	1.269
OT - Obrigações do Tesouro	11.970	13.091	-1.121
FEEF	6.600	0	6.600
MEEF	0	0	0
Outra dívida de curto prazo	1.324	1.974	-650
Outra dívida de médio e longo prazo	0	11	-11
DÍVIDA NÃO EURO	3.408	61	3.347
FMI	3.401	0	3.401
Outra dívida	7	61	-54
FLUXOS DE CAPITAL DE SWAPS (LÍQ.)		-798	798
TOTAL	46.335	34.945	11.390

Nota: As emissões de CA e CT incluem valores relativos a emissões verificadas em 2012 cujo depósito só se verificou em 2013, mas não incluem emissões verificadas em 2013 cujo depósito só se verificou em 2014, o que justifica pequenas discrepâncias em relação ao volume de emissões apuradas para efeito de cálculo do *stock* de dívida no final de 2013 apresentado no quadro 14.

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 o valor nominal dos desembolsos em 2013 foi de aproximadamente EUR 10 mil milhões, apresentando uma maturidade média próxima de 15 anos e a uma taxa média estimada de 2,84%.

Quadro 5 – Desembolsos obtidos ao abrigo do PAEF em 2013

Entidade	Valor Nominal (milhões de euros)	Maturidade Média (anos)	Taxa Média Ponderada (%)	Valor Desembolsado (milhões de euros)
FEEF ⁽¹⁾	6.600	18,7	1,99%	6.567
FMI ⁽²⁾	3.397	7,2	4,49%	3.388
Total	9.997	14,8	2,84%	9.955

⁽¹⁾ A taxa de juro dos empréstimos do FEEF realizados desde maio de 2012 é variável e indexada ao custo da sua *pool* de financiamento. A estimativa da TIR para estes empréstimos tem em consideração o programa de financiamento previsto pelo FEEF e a evolução implícita nas *forwards* de taxa de juro.

⁽²⁾ A taxa de juro base dos empréstimos do FMI (em SDR) é refixada semanalmente tendo por base o cabaz constituído por Eurepo 3m, US Tbills 3m, UK Tbills 3m e JP Tbills 3m. A esta taxa acresce um *spread* que varia ao longo do tempo entre 100 e 400 pontos base, consoante o total de financiamento disponibilizado pelo FMI e o prazo que decorreu desde o início do Programa. A TIR para o total do período do empréstimo foi estimada com base nas *forwards* de taxa de juro e cambiais e com base no calendário previsional dos desembolsos futuros.

Fonte: IGCP

Emissões de OT

Dando seguimento ao processo iniciado em 2012 de recuperação de acesso aos mercados financeiros internacionais, o IGCP realizou durante o ano de 2013 um *tap* da OT 4.35 16 OUT 2017 em janeiro, a emissão a dez anos da OT 5.65 15 FEV 2024 em maio, e uma troca de OT em dezembro:

A 23 de janeiro o IGCP realizou um *tap* da OT 4.35 16 OUT 2017 no montante de EUR 2,5 mil milhões, na qual a procura excedeu os EUR 12 mil milhões através de cerca de 300 ordens, a maior parte vinda de investidores internacionais. O montante emitido foi largamente alocado a investidores *real money* tendo 60% da alocação ficado em *asset managers*. Em termos geográficos a alocação foi bastante diversificada sendo que os EUA e o Reino Unido foram as geografias com maior alocação, 33% e 29%, respetivamente.

No dia 7 de maio, o IGCP realizou a emissão de um novo título a dez anos, a OT 5.65 15 FEV 2024, com um montante de EUR 3 mil milhões. A procura excedeu os EUR 10 mil milhões e 369 investidores participaram na operação, tendo a taxa da emissão sido fixada a *mid-swaps* mais 400 pontos base. O montante emitido foi também largamente alocado a investidores *real money*, tendo 51% da alocação ficado em *asset managers* e 12% em seguradores e fundos de pensões. Em termos geográficos a distribuição desta emissão foi igualmente bastante diversificada, tendo 27% da alocação ficado no Reino Unido, 16% nos EUA, 14% ficou em investidores nacionais e 10% nas mãos de investidores escandinavos.

Em terceiro lugar, o IGCP anunciou uma oferta de troca comprando três OT com maturidades em junho de 2014, outubro de 2014 e outubro de 2015 por contrapartida, de igual valor nominal, das OT com maturidades em outubro de 2017 e junho de 2018. Esta operação permitiu a redução dos compromissos para 2014 e 2015, tendo o refinanciamento passado para 2017 e 2018.

Quadro 6 – Oferta de troca de Obrigações do Tesouro

Data	Título	Posição	Exchange offer	Valor nominal (EUR milhões)	Outstanding final
			YTM		
03-Dez-13	OT 4,75 16 JUN 2014	Compra	2,12%	837	4.607
03-Dez-13	OT 3,6 15 OUT 2014	Compra	2,75%	1.640	6.190
03-Dez-13	OT 3,35 15 OUT 2015	Compra	3,33%	4.165	9.242
				6.642	
03-Dez-13	OT 4,35 16 OUT 2017	Emissão	4,68%	2.676	11.258
03-Dez-13	OT 4,45 15 JUN 2018	Emissão	4,96%	3.966	10.853
				6.642	

Fonte: IGCP

As diferentes fontes de financiamento permitiram ao IGCP acumular níveis de liquidez e aplicar parte dos mesmos na realização de diversas recompras bilaterais ao longo do ano, com vista à diminuição dos compromissos relativos à amortização de dívida em 2014.

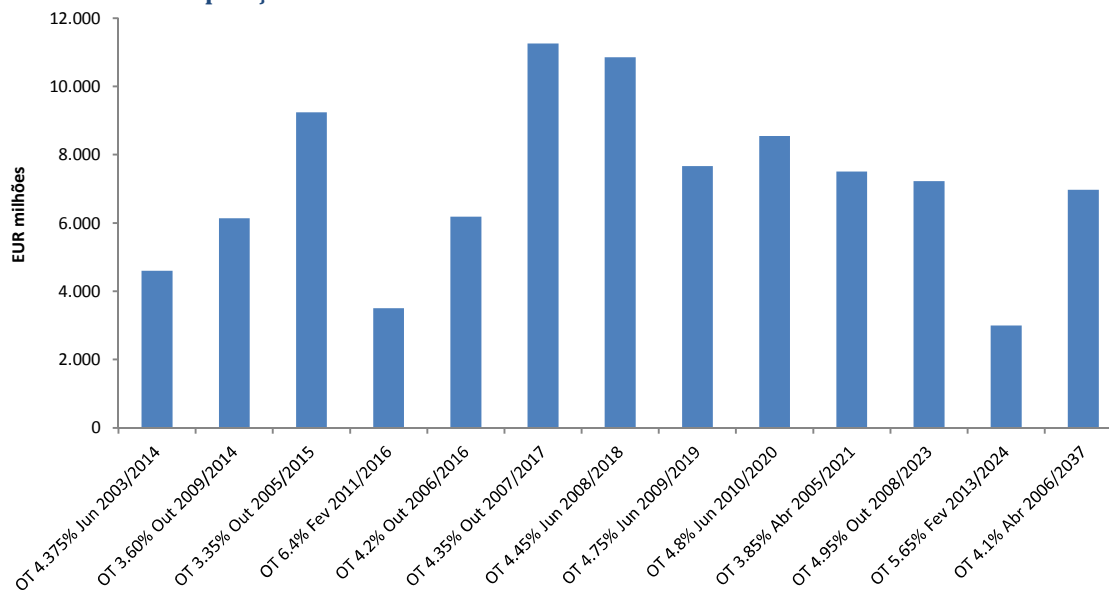
Quadro 7 – Recompras de BT e OT em 2013

Título	Montante (EUR milhões)
Recompras de BT	
BT 17 JAN 2014	265
BT 18 APR 2014	450
BT 18 JUL 2014	50
BT 19 SEP 2014	55
BT 20 DEC 2013	106
BT 21 FEB 2014	481
BT 23 MAY 2014	325
Recompras de OT	
OT 3.6 15OCT2014	30
OT 4.375 16JUN2014	559
OT 5.45 23SEP2013	261
Total	2.582

Fonte: IGCP

No seguimento destas operações, o saldo das OT vivas no final de 2013 apresentava o seguinte perfil de amortizações:

Gráfico 14 – Composição da curva de OT no final de 2013



Fonte: IGCP

Programa EMTN

Ao longo do ano de 2013 atualizou-se o programa EMTN, não tendo sido realizada nenhuma operação no seu âmbito, estando de momento esta opção preparada para poder ser utilizada como mais uma fonte de financiamento alternativa.

Emissões de BT

A evolução das yields de BT acabou por registar uma trajetória com uma tendência pouco definida. Apesar desse enquadramento de mercado, foi realizada uma emissão bruta total de EUR 20,0 mil milhões em BT ao longo do ano.

Quadro 8 – Taxas dos leilões de BT em 2013 (competitivo)

Mês do leilão	Maturidade (meses)				
	3m	6m	9m	12m	18m
Janeiro	0,67%			1,61%	1,96%
Fevereiro	0,74%			1,28%	
Março	0,76%				1,51%
Abril	0,74%			1,39%	
Maio		0,81%		1,23%	
Junho		1,04%			1,60%
Julho		1,05%		1,72%	
Agosto	0,77%			1,62%	
Setembro	1,08%				2,29%
Outubro	1,16%		1,71%		
Novembro	1,08%			1,49%	

Fonte: IGCP

**Quadro 9 – Montante colocado nos leilões de BT em 2013 (competitivo e não competitivo)
 Valor de Encaixe**

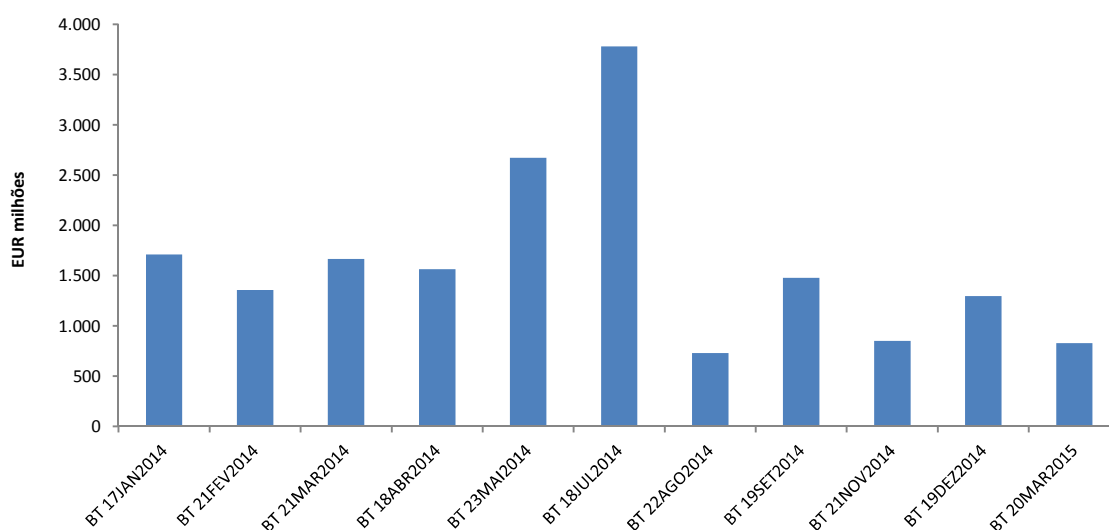
Mês do leilão	Maturidade (meses)					Total
	3m	6m	9m	12m	18m	
<i>Janeiro</i>	313			1.425	1.269	3.007
<i>Fevereiro</i>	393			1.488		1.882
<i>Março</i>	321				1.498	1.819
<i>Abril</i>	295			1.985		2.280
<i>Mai</i>		612		1.647		2.258
<i>Junho</i>		609			1.267	1.876
<i>Julho</i>		355		1.267		1.622
<i>Agosto</i>	312			716		1.029
<i>Setembro</i>	549				802	1.351
<i>Outubro</i>	525		1.220			1.745
<i>Novembro</i>	328			838		1.166
Total	3.037	1.576	1.220	9.366	4.835	20.035*

*Para além deste montante foram realizados EUR 2,000 milhões a favor doFRDP.

Fonte: IGCP

O perfil de dívida de curto prazo no final do ano apresentava-se disperso por várias maturidades o que permite manter um programa que possibilita aos investidores o *roll-over* dos seus investimentos.

Gráfico 15 – Composição da curva de BT no final de 2013



Fonte: IGCP

Emissões de CA/CT

Em 2013, pela primeira vez desde 2008, tanto a emissão de CA como de CT foi superior ao respetivo valor das amortizações, o que originou um aumento dos saldos vivos de ambos os produtos. Esta situação foi fruto de uma clara aposta por parte do IGCP nos produtos de retalho, que vieram perdendo importância ao longo dos últimos anos como fonte de financiamento da república. Como tal, o IGCP lançou no quarto trimestre do ano os Certificados do Tesouro Poupança Mais, cujas taxas crescentes ao longo de cinco anos procuram investidores para um prazo de investimento superior aos tradicionais CA.

No caso dos CA, a evolução traduziu-se num aumento do saldo de EUR 462 milhões. Por sua vez, as subscrições líquidas de CT ascenderam a EUR 610 milhões. Assim, no final de 2013, os saldos vivos de CA e CT situam-se em EUR 10 mil milhões e EUR 2 mil milhões, respetivamente.

Emissões de CEDIC/CEDIM

O saldo vivo de CEDIC e CEDIM apresentou um montante conjunto de EUR 4,7 mil milhões no final de 2013 (EUR 4,6 mil milhões no final de 2012), apresentando um contributo para o financiamento positivo de EUR 142 milhões.

CAIXA: EXTENSÃO DAS MATURIDADES DOS EMPRÉSTIMOS DO MEEF E FEEF

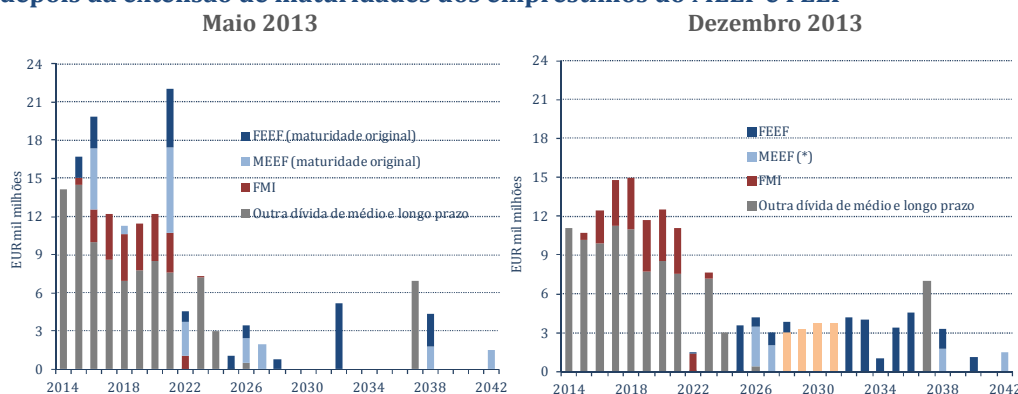
A 12 de abril de 2013, o Eurogrupo e o ECOFIN chegaram a um acordo de princípio com vista à extensão da maturidade média ponderada dos empréstimos concedidos a Portugal e à Irlanda no âmbito do Mecanismo Europeu de Estabilização Financeira (MEEF) e da Facilidade Europeia de Estabilidade Financeira (FEEF) por um período de sete anos. O objetivo passava por apoiar estes países no regresso pleno ao mercado de dívida de médio e longo prazo e, desta forma, promover a saída bem-sucedida e sustentável dos respetivos programas de ajustamento económico. Com efeito, ao contribuir para suavizar o perfil de reembolsos ao longo do tempo, evitando picos de necessidades de refinanciamento, em particular no período de transição que se segue ao final dos respetivos programas, a extensão de maturidades ofereceu a Portugal e Irlanda mais tempo para reconstruir de forma sustentada a sua base de investidores e para recuperar um estatuto mais favorável junto das agências de *rating*.

Em relação ao MEEF, o acordo foi formalizado pelo ECOFIN no dia 21 de junho e traduziu-se num prolongamento da maturidade média dos empréstimos de 12,5 para 19,5 anos. O procedimento de alargamento do prazo dos empréstimos será efetivado individualmente, próximo da respetiva data de amortização original, procedendo-se ao seu refinanciamento através de novos empréstimos. Apesar das novas maturidades finais não estarem ainda definidas, não se espera que Portugal venha a ter de refinar qualquer empréstimo do MEEF antes de 2026.

Já no caso do FEEF, o respetivo Conselho de Administração aprovou o alargamento da maturidade média para 21 anos no dia 24 de junho, tendo formalmente aprovado as novas datas de amortização de cada empréstimo.

Tendo em consideração as novas datas dos empréstimos do FEEF já aprovadas e uma simulação sobre as novas maturidades dos empréstimos do MEEF a serem acordadas, o calendário de amortização de dívida de médio e longo prazo, no final de 2013 apresentava o perfil ilustrado no gráfico 16.

Gráfico 16 - Calendário de amortização de dívida de médio e longo prazo antes e depois da extensão de maturidades dos empréstimos do MEEF e FEEF



(*) A maturidade final dos empréstimos do MEEF assinalados com barras cor de laranja não está ainda definida (extensão de maturidade será operacionalizada próximo da respetiva data de amortização original), mas não se espera que Portugal venha a ter de refinar qualquer empréstimo do MEEF antes de 2026.

Fonte: IGCP

CAIXA: NOVO INSTRUMENTO DE RETALHO CTPM

No dia 31 de outubro de 2013 (Dia Mundial da Poupança), o IGCP lançou um novo instrumento de dívida pública, designado por Certificado do Tesouro Poupança Mais (CTPM), destinado a promover a poupança de médio prazo das famílias. Com este novo produto, os investidores particulares passaram a poder beneficiar de uma remuneração mais elevada, aproximando-a da rentabilidade de instrumentos de dívida pública transacionados no mercado por grosso. Assim, a oferta de Certificados de Aforro (CA) – instrumento com liquidez garantida e sem risco de taxa de juro – passou a ser complementada por este novo instrumento, vocacionado para investidores com menor necessidade de liquidez, promovendo-se o alargamento da base de investidores domésticos, essencial para assegurar eficazmente as necessidades de financiamento do Estado.

Os CTPM são emitidos com um prazo de 5 anos e uma taxa fixa garantida na data de subscrição. As taxas de remuneração brutas fixadas para as subscrições efetuadas a partir de 31 de outubro de 2013, e garantidas até à sua amortização, são as seguintes:

1º ano	2º ano	3º ano	4º ano	5º ano
2,75%	3,75%	4,75%	5,00%	5,00%

A esta taxa acrescerá, no 4º e 5º ano, um prémio correspondente a 80% do crescimento médio real do PIB, se este for positivo⁶. De notar que, contrariamente aos CA, os CTPM vencem juros anualmente, não há lugar a capitalização de juros, e apenas poderão ser resgatados decorrido um ano após a data de subscrição. Na data de reembolso, é assegurado a totalidade do capital investido.

O lançamento deste novo produto, a par da adoção de condições excecionais de remuneração nos CA introduzidas já em setembro de 2012, contribuíram para inverter a tendência de queda do *stock* dos instrumentos a retalho observada desde 2008. Com efeito, em 2013, o saldo de CA e CT aumentou EUR 1.072 milhões, o que se traduziu num aumento da importância deste instrumento no *stock* da dívida total de 0,3 pontos percentuais, para 6,0%.

Quadro 10 – Stock de instrumentos de retalho na dívida direta do Estado

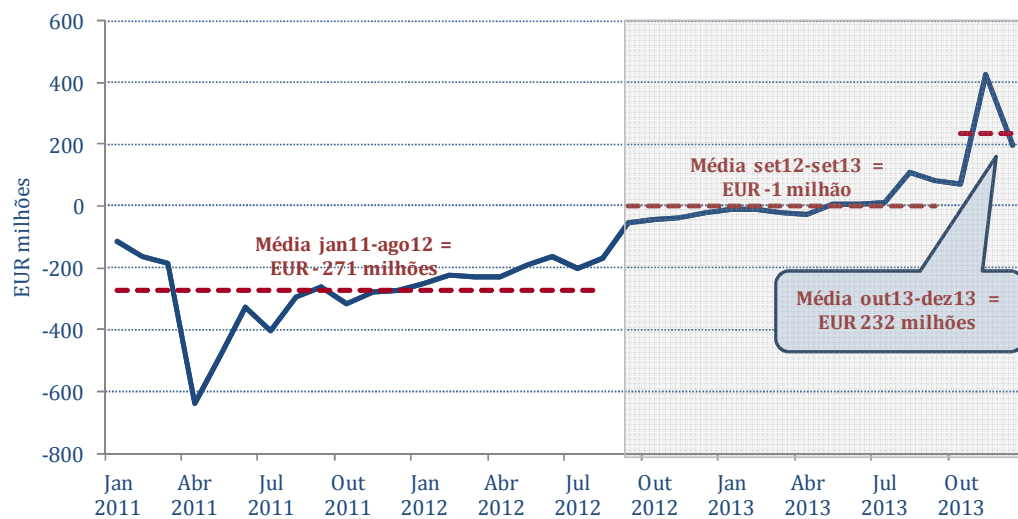
(EUR milhões)	Dez-07	Dez-08	Dez-09	Dez-10	Dez-11	Dez-12	Dez-13
CA	18.049	17.197	16.869	15.469	11.384	9.669	10.132
CT				684	1.308	1.416	1.378
CTPM							648
Total CA+CT+CTPM	18.049	17.197	16.869	16.153	12.692	11.085	12.158
Dívida direta do Estado	112.804	118.463	132.747	151.775	174.895	194.466	204.252
% CA+CT	16,0	14,5	12,7	10,6	7,3	5,7	6,0

Fonte: IGCP

Esta evolução traduziu a aceleração do ritmo de subscrições de CA e as novas subscrições dos CTPM no quarto trimestre, bem como um abrandamento do montante de reembolsos de CA e CT, com as subscrições líquidas dos instrumentos a retalho assumirem um valor médio de EUR 232 milhões no último trimestre do ano.

⁶ A informação detalhada sobre a metodologia de cálculo do prémio, bem como de outras características específicas do produto estão disponíveis no *site* do IGCP.

Gráfico 17 - Emissão líquida mensal de CA e CT



Fonte: IGCP