



ASSEMBLEIA DA REPÚBLICA
UNIDADE TÉCNICA DE APOIO ORÇAMENTAL

Ref.^a 09-DAR/COF/2007
Data: 30.03.2007

NOTA TÉCNICA

Análise do Programa de Financiamento do Estado de 2007

Esta Nota Técnica foi enviada à Comissão de Orçamento e Finanças no dia 30 de Março de 2007, tendo sido elaborada com base na informação disponível até essa data.

Todas as remissões para o Programa de Financiamento do Estado de 2007 referidas neste documento referem-se à versão disponibilizada pelo Instituto de Gestão do Crédito Público (IGCP) no seu *Site* na Internet em:

http://www.igcp.pt/fotos/editor2/Menu%20Lateral/Gestao%20divida%20publica/Programa_de_Financiamento/Programa_financiamento_2007_PT.pdf

A análise efectuada é da exclusiva responsabilidade da Unidade Técnica de Apoio Orçamental não reflectindo necessariamente a posição da Comissão de Orçamento e Finanças ou a da Assembleia da República. A UTAO, criada pela Resolução da Assembleia da República n.º 53/2006, de 7 de Agosto de 2006, é composta pelos Consultores técnicos, Nuno Sampayo Ribeiro, Carlos Marinheiro e Fernando Coalho.

Sumário executivo

1 Em execução da orientação da Comissão de Orçamento e Finanças (COF), esta Nota Técnica procede ao enquadramento e à análise geral sobre o Programa de Financiamento do Estado para 2007.

I - Enquadramento e Contexto

2 O Programa de Financiamento do Estado é um instrumento da política financeira pública. Procede à definição da estratégia de financiamento e gestão da dívida directa, nomeadamente as opções quanto aos instrumentos usados na obtenção do financiamento exigido pela execução orçamental, as suas maturidades, o momento de emissão, os procedimentos de colocação da dívida, o *marketing* da dívida e o relacionamento com os intermediários financeiros que actuam no mercado português.

3 A República Portuguesa financia-se no mercado do euro, onde concorre pela mesma base de investidores, com outros 12 Estados-membros. Neste contexto, a República Portuguesa é um pequeno emiteente soberano, o que associado ao seu *rating* mais reduzido (neste espaço) explica a reduzida expressão na carteira global dos investidores institucionais. Hoje, próximo de 90% da base de investidores em dívida pública portuguesa é constituída por não-residentes, para o que contribui a inexistência de barreira cambial e a estratégia de internacionalização do mercado seguida pelo IGCP.

4 No essencial, a capacidade de influenciar o custo de financiamento do Estado situa-se ao nível do diferencial pago sobre as taxas de juro de referência do mercado do euro. Este diferencial está dependente da eficiência de funcionamento do mercado e dos procedimentos seguidos na emissão e gestão da dívida pelo IGCP.

5 O impacto sobre os encargos suportados pelo Orçamento do Estado da subida do endividamento público tem, nos últimos anos, sido parcialmente atenuado por um efeito “preço” favorável. Contudo, os mercados financeiros esperam que, em 2007, persista na área do euro a subida, iniciada em 2006, das taxas de juro da dívida pública.

II - Necessidades e Fontes de Financiamento

6 O IGCP através da Nota Informativa “Programa de Financiamento da República Portuguesa para 2007”, divulgada a 18 de Janeiro de 2007, apresentou as “linhas gerais da política a seguir em termos da gestão da dívida directa do Estado e da gestão das disponibilidades de tesouraria do Estado”.

7 No tocante às necessidades de financiamento do Estado no ano de 2007, o IGCP prevê que se situem em 15 mil milhões de euros, os quais procurará satisfazer por recurso à emissão bruta de instrumentos de dívida de médio e longo prazo e ao financiamento líquido de curto prazo. Este valor é consistente com os dados apresentados no Relatório do Orçamento do Estado para 2007 (OE2007).

8 A estrutura de emissões, por tipo de instrumento, é semelhante à de anos anteriores. Assim, o IGCP prevê que a emissão de dívida pública volte a centrar-se no mercado das obrigações do Tesouro (OT), com um volume bruto entre 12 a 14 mil milhões de euros. O restante, necessariamente marginal, será obtido através da emissão líquida de Certificados de Aforro e de CEDIC (Certificados Especiais de Dívida Pública). O contributo líquido dos bilhetes do Tesouro (BT) será nulo.

9 No âmbito do Programa de Financiamento do Estado de 2007, o IGCP anunciou, no entanto, 3 alterações importantes: (i) nos procedimentos de emissão da dívida, nomeadamente da realização de leilões de OT e de BT; (ii) na actuação no mercado secundário dos BT; e (iii) nas suas atribuições e competências, a inclusão da gestão das disponibilidades de tesouraria

10 O IGCP anunciou a possibilidade de passar a intervir no mercado secundário, comprando e vendendo BT. A dimensão dos montantes de intervenção, os objectivos que se pretendem atingir e os efeitos que daí poderão eventualmente advir, nomeadamente ao nível do custo de financiamento do Estado, não são mencionados.

11 Foram anunciadas também alterações quanto aos procedimentos de colocação da dívida, nomeadamente na realização dos leilões de OT e de BT, através de uma maior frequência dos de OT, e de uma menor previsibilidade quanto ao momento dos de BT. O Programa IGCP não procedeu à divulgação da fundamentação para estas opções, ou do seu eventual impacto no mercado e no custo de financiamento do Estado.

12 A nova prática nos procedimentos de colocação de dívida contraria a anterior que consistia em pré-anunciar ao mercado e respectivos operadores uma data para a realização dos leilões de BT. A prática que agora se abandona continua, contudo, a ser a actuação *standard* no mercado do euro por parte dos outros emitentes soberanos.

13 Os novos Estatutos do IGCP (Decreto-Lei nº 86/2007 de 29 de Março) atribuíram-lhe novas atribuições e competências. Destaca-se nomeadamente a gestão das disponibilidades da tesouraria do Estado, anteriormente da responsabilidade da extinta Direcção-Geral do Tesouro (DGT). O Programa IGCP apresenta o objectivo de a prosseguir na gestão das disponibilidades de tesouraria: (i) a utilização dos saldos das disponibilidades de tesouraria para reduzir o saldo da dívida; e (ii) a realização de uma aplicação eficiente dos excedentes que se verifiquem.

Índice

| | |
|---|------------|
| SUMÁRIO EXECUTIVO | III |
| PARTE I | 1 |
| INTRODUÇÃO | 1 |
| PARTE II | 2 |
| 1- ENQUADRAMENTO | 2 |
| 1.1 ASPECTOS GERAIS | 2 |
| 1.2 CONTEXTO DO FINANCIAMENTO DO ESTADO E DA GESTÃO DA DÍVIDA PÚBLICA | 3 |
| 2- ANÁLISE DO FINANCIAMENTO DO ESTADO EM 2007 | 7 |
| 2.1 NECESSIDADES E FONTES DE FINANCIAMENTO | 7 |
| 2.2 ESTRATÉGIA DE GESTÃO | 9 |
| 2.3 EMISSÃO DE OBRIGAÇÕES DO TESOURO (OT) | 10 |
| 2.4 EMISSÃO DE BILHETES DO TESOURO (BT)..... | 11 |
| 2.5 EMISSÃO DE OUTROS INSTRUMENTOS | 12 |
| 2.6 GESTÃO DO RISCO | 12 |
| 2.7 GESTÃO DAS DISPONIBILIDADES DE TESOURARIA | 13 |
| ANEXO NOTA INFORMATIVA DO IGCP SOBRE O PROGRAMA DE FINANCIAMENTO DO ESTADO EM 2007 | 15 |

Índice de caixas

| | |
|--|----|
| Caixa 1- A IMPORTÂNCIA ESTRATÉGICA DO MERCADO ESPECIAL DA DÍVIDA PÚBLICA (MEDIP) | 6 |
| Caixa 2- PRINCIPAIS INSTRUMENTOS DE DÍVIDA PÚBLICA..... | 14 |

Índice de tabelas

| | |
|---|---|
| Tabela 1- Necessidades e Fontes de Financiamento do Estado..... | 7 |
|---|---|

Índice de gráficos

| | |
|---|---|
| Gráfico 1- Estrutura do saldo da dívida directa do Estado por tipo de instrumento | 4 |
| Gráfico 2- Colocação de OT em mercado primário pelos OEVT (1998-2005)..... | 5 |
| Gráfico 3- Emissão de dívida no Período Complementar da Receita..... | 8 |
| Gráfico 4- Necessidades e Fontes de Financiamento do Estado..... | 9 |

Parte I

Introdução

1. Orientação da COF

1 Nos termos da orientação da Comissão de Orçamento e Finanças (COF) expressa no mandato constante do ponto “**7. Apreciação de Relatórios sobre o Programa de Financiamento do Estado e sobre a evolução da Dívida Pública**”, do Plano de Trabalhos da UTAO (1º semestre de 2007), consignado no Plano Global de Actividades da UTAO, aprovado na reunião da COF de 14.03.2007, cumpre à UTAO elaborar:

“Notas Técnicas de enquadramento e análise geral sobre os temas, respectivamente, até 30 de Março, sobre o referido Programa, até 10 de Abril, sobre a Dívida Pública do 4º Trimestre de 2006, e até 30 de Junho, sobre a Dívida Pública do 1º Trimestre de 2007”.

2. Objectivo

2 O objectivo da presente Nota Técnica é principiar o cumprimento do ponto 7 através da análise geral do Programa de Financiamento do Estado de 2007. Para esse efeito centra-se nas linhas gerais da política a seguir em termos da gestão do dívida directa do Estado e da gestão das disponibilidades de tesouraria do Estado, constantes da Nota Informativa denominada “Programa de Financiamento da República Portuguesa para 2007”, divulgada pelo Instituto de Gestão do Crédito Público em 18 de Janeiro de 2007 (Programa IGCP).

3. Metodologia

3 A execução da Orientação da COF requereu o estudo técnico da estratégia de financiamento do Estado e de gestão da dívida directa para 2007 apresentadas no Programa IGCP. O estudo que se efectuou incidiu: (i) no enquadramento em que hoje é executado o financiamento do Estado e a gestão da dívida pública, em especial a integração na União Económica e Monetária Europeia; (ii) na comparação com as estratégias de financiamento e gestão da dívida pública prosseguidas por outros emittentes soberanos da área do euro, com os quais a República Portuguesa concorre pela mesma base de investidores; (iii) no apuramento das necessidades e fontes de financiamento do Estado em 2007; (iv) na análise da composição das fontes de financiamento e do seu enquadramento no que tem sido a estratégia de financiamento do Estado e de gestão da dívida pública (prosseguida pelo IGCP desde, pelo menos, 1998); e (vi) na análise dos procedimentos de emissão e de actuação em mercado anunciados para 2007.

4. Plano da exposição

4 A Nota Técnica encontra-se dividida em duas partes. A segunda parte inclui 2 capítulos. O primeiro procede ao enquadramento do financiamento do Estado em 2007. Analisa os aspectos gerais com realce do contexto em que é executado o financiamento do Estado e a gestão da dívida. O segundo procede à análise do financiamento do Estado em 2007, com base nos elementos disponíveis no Programa IGCP no Relatório do Orçamento do Estado para 2007. Acresce o anexo respeitante ao Programa IGCP.

Parte II

1- Enquadramento

1.1 Aspectos gerais

1.1 A execução do Orçamento do Estado para 2007 implica a necessidade de financiamento do Estado no ano orçamental em curso, através da emissão de dívida directa. Nesse sentido, a Lei do OE fixou um limite de endividamento líquido global e estabeleceu as condições gerais a que deve obedecer o financiamento a obter, definindo também limites para a exposição cambial, para a dívida fluante, bem como as condições para a compra em mercado e troca de títulos de dívida.

1.2 As decisões sobre os instrumentos de dívida a serem usados no financiamento do Estado e seus respectivos limites de financiamento bruto são aprovadas pelo Governo, anualmente, através de uma Resolução do Conselho de Ministros (RCM)¹. Esta RCM tem por base o Programa de Financiamento anual proposto à Tutela pelo Instituto de Gestão do Crédito Público (IGCP).

1.3 O Programa de Financiamento do Estado, proposto pelo IGCP nos termos referidos, é previamente objecto de aprovação pelo Ministério das Finanças. O programa em apreço consagra uma estratégia de financiamento e de gestão da dívida directa do Estado com o propósito principal de assegurar a disponibilização do financiamento exigido pela execução do Orçamento do Estado². As “linhas gerais da política a seguir em termos da gestão da dívida directa do Estado e da gestão das disponibilidades de tesouraria do Estado” foram divulgadas a 18 de Janeiro de 2007 pelo IGCP (em Anexo).

1.4 O Programa de Financiamento do Estado é um instrumento da política financeira pública. Procede à definição da estratégia de financiamento e de gestão da dívida³ directa, nomeadamente as opções quanto aos instrumentos financeiros a utilizar na

¹ Relativamente ao Orçamento do Estado de 2007, foi já aprovada e publicada a RCM n.º37/2007 de 22 de Fevereiro.

² Nos termos da Lei-quadro da Dívida Pública (Lei n.º7/98 de 3 de Fevereiro), a gestão da dívida pública directa do Estado deverá orientar-se por princípios de rigor e eficiência, assegurando a disponibilização do financiamento requerido por cada exercício orçamental e prosseguindo os seguintes objectivos estratégicos:

- Minimização de custos directos e indirectos numa perspectiva de longo prazo;
- Garantia de uma distribuição equilibrada de custos pelos vários orçamentos anuais;
- Prevenção de excessiva concentração temporal de amortizações;
- Não exposição a riscos excessivos;
- Promoção de um equilibrado e eficiente funcionamento dos mercados financeiros.

³ A gestão da dívida pública é habitualmente entendida como o processo de estabelecimento e execução de uma determinada estratégia para a gestão dos instrumentos de dívida pública com o objectivo de obter os fundos exigidos para a satisfação das necessidades de financiamento do Estado, atingindo simultaneamente os objectivos de custo e risco que tenham sido definidos, bem como alcançando outras metas que tenham sido estabelecidas, como, por exemplo, o desenvolvimento e manutenção de um mercado eficiente para os títulos da dívida pública (cf. Wheeler, Graeme (2004) “*Sound Practice in Government Debt Management*”, The World Bank).

obtenção do financiamento exigido pela execução orçamental, as suas maturidades, o momento de emissão, os procedimentos de colocação da dívida, o *marketing* da dívida e o relacionamento com os Operadores Especializados em Valores do Tesouro (OEVT) e outros intermediários financeiros (nomeadamente os EBT-Especialistas em Bilhetes do Tesouro) que actuam no mercado da dívida pública portuguesa.

1.5 A perspectiva histórica confirma que a transparência e a previsibilidade têm constituído valores distintivos da gestão da dívida pública portuguesa. No início do ano, é anunciado publicamente o programa de financiamento anual. Nessa ocasião é dado ênfase à emissão de obrigações de médio e longo prazo transaccionáveis; às necessidades de financiamento anuais esperadas; e aos montantes a serem financiados através da emissão de obrigações do Tesouro (OT). São ainda anunciados os montantes a serem colocados (e, por vezes, também a maturidade) e dimensão final das novas linhas, os mecanismos de colocação de OT – sindicacão e leilões – e os intermediários financeiros envolvidos. Trimestralmente é publicado um calendário com informação mais precisa.

1.6 A consideração do *stock* de dívida pública e da sua emissão e gestão é relevante para o escrutínio parlamentar das finanças públicas, porquanto a dívida pública, em todo o seu ciclo de vida, tem impacto na actividade financeira do Estado. Primeiro como fonte de financiamento e, depois, como origem de despesa (anualmente no Orçamento do Estado). Ou seja, o endividamento público origina sempre pagamentos futuros, o que por natureza transpõe efeitos sobre as gerações futuras. Por força destas razões, a emissão de dívida pública altera a distribuição intertemporal de recursos numa economia. Neste quadro, a intervenção dos Parlamentos em matéria de endividamento público e de gestão da dívida pública é a expressão do reconhecimento dos interesses em presença na emissão de dívida pública.

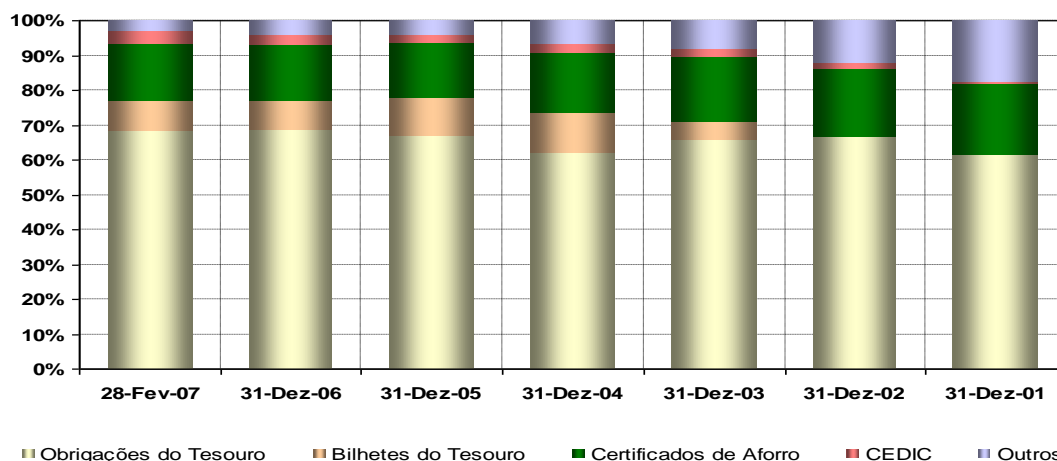
1.7 A estratégia de emissão e de gestão da dívida pública tem também impacto ao nível da sustentabilidade e da qualidade das finanças públicas. No tocante à sustentabilidade das finanças públicas, as opções sobre os instrumentos de dívida usados na obtenção do financiamento público têm impacto no montante e na volatilidade (risco) dos encargos gerados pelos mesmos, a suportar anualmente pelo Orçamento do Estado, bem como na própria acumulação de dívida. No tocante à qualidade das finanças públicas, a forma como o Estado se financia (i.e., os instrumentos que usa, a forma como emite e coloca a dívida, como organiza o mercado da dívida pública e nele intervém) influencia directamente a eficiência do funcionamento do mercado da dívida pública. Eficiência esta que, por sua vez, tem impacto no mecanismo de afectação de recursos da economia.

1.2 Contexto do financiamento do Estado e da gestão da dívida pública

1.8 Hoje, a satisfação das necessidades de financiamento do Estado é efectuada, na sua maioria, através da emissão de dívida em mercado. Essa circunstância reflecte-se na composição da dívida directa do Estado, na qual cerca de $\frac{3}{4}$ do total (no final de Fevereiro de 2007), é representado por instrumentos transaccionáveis. As obrigações do Tesouro (instrumento de dívida transaccionável de médio e longo prazo) representam cerca de $\frac{2}{3}$ do total da dívida directa do Estado (ver Gráfico 1).

1.9 No mercado do euro, onde se financia e concorre com outros 12 Estados-membros pela mesma base de investidores, a República Portuguesa é um emitente soberano de pequena dimensão. Acresce que o seu risco de crédito é dos mais elevados nesta zona monetária (apenas a Itália e a Grécia têm um *rating*⁴ inferior). Ambos os factores indicados explicam a reduzida expressão da dívida pública portuguesa na carteira global dos investidores institucionais, bem como o carácter de “tomador” de preço em mercado.

Gráfico 1- Estrutura do saldo da dívida directa do Estado por tipo de instrumento



Fonte: IGCP.

Nota: Dados na óptica da contabilidade pública.

1.10 A capacidade de influenciar o preço/custo de financiamento do Estado situa-se, por isso, fundamentalmente ao nível do diferencial pago sobre as taxas de juro de referência do mercado do euro (por exemplo, sobre as da dívida pública alemã).

1.11 O diferencial de custo pago pelo Estado face às taxas de juro de mercado depende, para além do risco de crédito da dívida da República, das condições microeconómicas associadas à emissão e negociação dos seus instrumentos de dívida, nomeadamente ao seu grau de liquidez e à eficiência de funcionamento do mercado.

1.12 Em resultado da estratégia de financiamento do Estado que tem sido implementada pelo IGCP, desde pelo menos 1998, o mercado da dívida pública portuguesa está “integrado” no mercado do euro, através da utilização de instrumentos de dívida, processos de emissão e infra-estruturas de negociação em mercado análogas às dos restantes emitentes de dívida soberana do mercado do euro (ver Caixa 1).

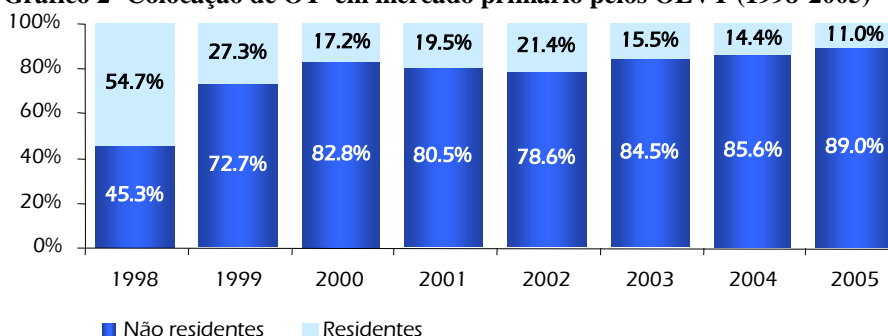
1.13 A inexistência de uma barreira cambial e a estratégia de internacionalização do mercado seguida pelo IGCP fazem com que próximo de 90% da base de investidores em dívida pública portuguesa seja, actualmente, constituída por entidades não residentes⁵. Facto este que a torna especialmente sensível (em termos do prémio de risco

⁴ A expressão ‘*rating*’ significa uma classificação que mede a capacidade que um emitente de um determinado activo tem quanto a efectuar o serviço da sua dívida e honrar os seus compromissos financeiros. Ou seja, expressa a qualidade de crédito do emitente. Assim o *rating* é um instrumento de medição do risco de crédito. Observando-se em geral, uma relação directa entre risco de crédito e custo de financiamento.

⁵ A situação de elevado défice de transacções correntes permite caracterizar a economia portuguesa como importadora líquida de capital.

e correspondente remuneração associada) à eficiência de funcionamento do mercado, e aos procedimentos de emissão e gestão da dívida pública adoptados pelo Estado - através da actuação do IGCP.

Gráfico 2- Colocação de OT em mercado primário pelos OEVT (1998-2005)



Fonte: IGCP

Nota: Os montantes comprados por bancos estrangeiros em leilões são usados como *proxy* para os montantes comprados por investidores estrangeiros (i.e., não residentes).

1.14 As opções sobre os instrumentos usados no financiamento público têm impacto no montante dos juros a pagar e na própria acumulação de dívida. A minimização dos encargos com a dívida é particularmente relevante em países com endividamento elevado, onde o pagamento de juros absorve uma parcela elevada do OE, e, dessa forma, condiciona o grau de flexibilidade da política orçamental.

1.15 Em Portugal, o *stock* de dívida pública subiu significativamente no período de 1999 a 2006, atingindo 64,7% do PIB em 2006, reflexo das elevadas necessidades de financiamento do Estado. Em resultado, as despesas com juros têm subido, atingindo, em 2006, 2,9% do PIB. Este facto coloca Portugal, entre os Estados-membros da área do euro, como aquele que tem o 4º mais elevado nível de despesa pública com juros.

1.16 Apesar do significativo crescimento da dívida emitida, Portugal tem beneficiado de um efeito “preço” favorável. Este resulta da descida das taxas de juro nos mercados financeiros internacionais nos últimos anos⁶, e da sua integração na área do euro. Ambos os factores têm permitido manter o diferencial de taxa de juro que Portugal paga face às taxas de referência no mercado do euro num intervalo estreito e limitado, mesmo quando confrontado com choques adversos. Este efeito “preço” favorável tem atenuado o impacto do aumento da dívida sobre os encargos com a dívida pública suportados anualmente pelo OE. Contudo, desde o início de 2006, verifica-se um movimento, que os mercados financeiros esperam que persista ao longo de 2007, em que as taxas de juro da dívida pública na área do euro exibem uma trajectória de subida, reagindo à actual fase de maior dinamismo da actividade económica europeia, e às sucessivas decisões de subida das taxas directoras do Banco Central Europeu que a têm acompanhado.

⁶ Relembre-se que, no Verão de 2005, as taxas de juro da dívida pública europeia atingiram, no prazo de referência dos 10 anos, o seu nível mínimo de 40 anos.

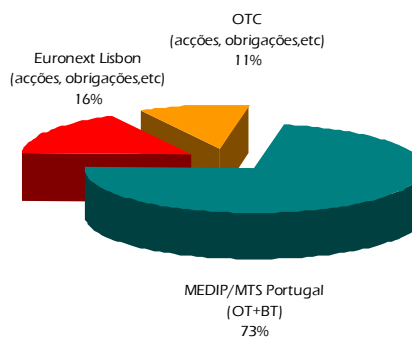
Caixa 1- A IMPORTÂNCIA ESTRATÉGICA DO MERCADO ESPECIAL DA DÍVIDA PÚBLICA (MEDIP)

A negociação por grosso entre bancos (onde os OEVT-Operadores Especializados em Valores do Tesouro desempenham um importante papel de dinamização) concentra-se no Mercado Especial da Dívida Pública (MEDIP), onde, de acordo com os dados mais recentes disponíveis se realiza cerca de metade do total das transacções do mercado da dívida pública portuguesa. Aquando da sua criação, em Maio de 2000, este mercado escolheu o sistema de negociação electrónica *MTS Telematico*, já há muito em funcionamento no mercado da dívida pública italiana e então em processo de adopção por outros emittentes soberanos da área do euro. Face à tradicional negociação e/ou registo em bolsa⁷, os mercados suportados em plataformas electrónicas MTS apresentavam uma forma de gestão empresarial (*corporate governance*) e regras de negociação completamente inovadoras.

Ao negociarem por conta própria em MEDIP – e não através da intermediação de *brokers* – os bancos tomam estes preços como referência na negociação que, posteriormente, efectuam com os investidores finais. Os preços praticados no MEDIP são também divulgados em tempo real a todos os participantes em mercado através dos sistemas de divulgação de informação económica e financeira da *Reuters* e da *Bloomberg*. Os dados deste mercado estão igualmente disponíveis no respectivo *site* na internet (www.mtsportugal.com).

Além de ser a referência no mercado da dívida pública, o MEDIP tem tido uma importância muito significativa no mercado de capitais português. Em 2005, com um volume de transacções efectuadas de 146,7 mil milhões de euros representou cerca de $\frac{3}{4}$ do total do mercado de capitais português. Uma das características paradigmáticas deste mercado prende-se com o facto de todos os OEVT serem accionistas da sociedade gestora do MEDIP, a MTS Portugal, e de deterem uma posição largamente maioritária com 70 por cento do capital. Os restantes 30 por cento encontram-se repartidos equitativamente pelo fornecedor do sistema electrónico – a MTS SpA⁸ – e o IGCP, em representação da República. A participação da República reflectiu o seu empenhamento na modernização do mercado secundário da dívida e a atribuição de um papel estratégico à centralização da negociação por grosso. O Estado, através do IGCP, envolveu-se directamente nesta iniciativa, não só através da participação no respectivo capital social, mas também aceitando assumir responsabilidades directas na condução da sociedade gestora. As decisões sobre o funcionamento do mercado são tomadas pelo Conselho de Administração onde todos os accionistas têm assento, e do qual o IGCP assume a presidência e a liderança executiva.

MERCADO DE CAPITAIS PORTUGUÊS 2005



Fonte: CMVM

Tendo em consideração que, dos actuais catorze OEVT, apenas dois são bancos portugueses, presentemente cerca de 75 por cento do capital desta sociedade é propriedade de entidades não residentes. Apesar deste facto, esta sociedade tem a sua sede em Lisboa e, enquanto mercado regulamentado, encontra-se sujeito à supervisão da Comissão de Mercados de Valores Mobiliários (CMVM): é, desta forma, do ponto de vista regulamentar, um mercado “local”. O sistema electrónico MTS em que se apoia permite, todavia, que a negociação neste mercado (MEDIP) envolva um vasto conjunto de participantes não residentes, que actua a partir de diversos países, através de um complexo sistema electrónico gerido por um *server* central em Milão: é, do ponto de vista do funcionamento, um mercado internacional.

Funcionando com base em obrigações de cotação, permanentemente cumpridas pelos bancos que nele se propõem actuar com o estatuto de *criadores de mercado*, a criação do MEDIP modificou completamente a forma como se processava a negociação da dívida pública portuguesa.

Os OEVT assumem-se sempre como *criadores de mercado* e a outros bancos é deixada a opção de poderem actuar apenas como *tomadores de preços*. Mas é aos OEVT que compete, a nível do Conselho de Administração da sociedade gestora, a definição das regras de funcionamento do mercado, nomeadamente do intervalo máximo entre o preço de compra e de venda e montantes mínimos de cotação. Estas regras são definidas em função da antiguidade do título, da dimensão e do respectivo prazo até ao vencimento e são similares às praticadas nos outros mercados congéneres da zona euro.

Os OEVT assumem-se sempre como *criadores de mercado* e a outros bancos é deixada a opção de poderem actuar apenas como *tomadores de preços*. Mas é aos OEVT que compete, a nível do Conselho de Administração da sociedade gestora, a definição das regras de funcionamento do mercado, nomeadamente do intervalo máximo entre o preço de compra e de venda e montantes mínimos de cotação. Estas regras são definidas em função da antiguidade do título, da dimensão e do respectivo prazo até ao vencimento e são similares às praticadas nos outros mercados congéneres da zona euro.

Em 2000, a escolha da plataforma *MTS Telematico* e a adopção em simultâneo das centrais de liquidação internacionais (Euroclear e Clearstream) representaram a introdução dos mais sofisticados padrões internacionais de negociação. Com a adopção generalizada daquela plataforma, nomeadamente pelos outros países da área do euro, assistiu-se, entretanto, à natural e desejável integração da negociação da dívida pública portuguesa na do mercado soberano da área do euro. Os resultados anuais do MEDIP/MTS Portugal (volumes de negociação, número de participantes e resultados financeiros da sociedade gestora) têm sido positivos.

⁷ No caso português a negociação em bolsa de grandes volumes via MEOG correspondia na prática ao registo de transacções previamente realizadas pelo telefone.

⁸ Em 2006 concluiu-se o processo de tomada de controlo (i.e, de aquisição de 60,4% do capital) da MTS SpA (também designada habitualmente por MTS Itália) pela Euronext NV em parceria com a Borsa Italiana. Recorde-se que a Euronext NV tem em curso um processo de fusão com a bolsa norte-americana NYSE.

2- ANÁLISE DO FINANCIAMENTO DO ESTADO EM 2007

2.1 Necessidades e Fontes de Financiamento

2.1 De acordo com o Programa IGCP, o montante das necessidades de financiamento do Estado no ano de 2007, a satisfazer por recurso à emissão bruta de instrumentos de dívida de médio e longo prazo e ao financiamento líquido de curto prazo, situar-se-á em cerca de 15 mil milhões de euros. Este montante está de acordo com os dados apresentados no Relatório do OE de 2007.

Tabela 1- Necessidades e Fontes de Financiamento do Estado

| Mil milhões de euros | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 1. Necessidades de Financiamento do OE | 16,30 | 16,76 | 16,26 | 15,38 |
| 1.1. Necessidades Líquidas Financiamento | 9,35 | 9,51 | 9,12 | 7,15 |
| Défice orçamental (contabilidade pública) | 9,37 | 9,14 | 7,99 | 6,66 |
| Aquisição de activos financeiros líq. de reembolsos | 0,54 | 0,65 | 0,81 | 0,64 |
| Assunção de Passivos e Regularização e Sit. Passado | 0,15 | 0,37 | 1,60 | 0,61 |
| Receitas de Priv. Aplicadas na Amortização de Dívida (-) | 0,71 | 0,66 | 1,28 | 0,76 |
| 1.2. Amortizações de Médio e Longo Prazo | 6,95 | 7,25 | 7,14 | 8,23 |
| 2. Período Complementar do OE anterior | 0,19 | 1,99 | 1,10 | 1,90 |
| 3. Período Complementar do OE corrente | 1,99 | 1,10 | 1,90 | 2,50 |
| 4. Necessidade de Financiamento no ano civil (1.+2.-3.) | 14,50 | 17,65 | 15,46 | 14,78 |
| 5. Fontes de Financiamento | 14,67 | 18,51 | 15,46 | 14,77 |
| 5.1. Emissões no ano civil | 14,31 | 18,34 | 14,60 | 14,77 |
| OT (emissão bruta) | 6,72 | 16,74 | 14,85 | 14,00 |
| BT (emissão líquida) | 5,97 | 2,26 | -2,84 | 0,00 |
| Outros de CP (emissão líquida), dos quais: | 1,62 | -0,66 | 2,59 | 0,77 |
| CA | 0,05 | 0,39 | 1,08 | 1,23 |
| CEDIC | 0,83 | -0,30 | 0,55 | 0,41 |
| Repos | 0,75 | -0,75 | 0,95 | -0,87 |
| Saldo de financiamento do ano anterior | 0,36 | 0,17 | 0,87 | 0,00 |
| 6. Saldo de financiamento | 0,17 | 0,87 | 0,00 | 0,00 |

Fonte: Relatórios do Orçamento do Estado (MF-DGO) e Relatórios Anuais de Gestão da Dívida (IGCP).

2.2 O montante de necessidades de financiamento, a satisfazer no ano civil de 2007, tem subjacente a estimativa de necessidades líquidas de financiamento decorrentes da execução do OE de 2007 de 7151 milhões de euros. Esta estimativa resulta de um défice orçamental (em contabilidade pública) de 6658,4 milhões de euros, a que acrescem a aquisição de activos financeiros líquida de reembolsos de 642,8 milhões de euros, a assunção de passivos e regularização de situações do passado de 610 milhões de euros⁹, e a que se deduz uma previsão de receitas de privatizações a aplicar na amortização de dívida pública no montante de 760 milhões de euros.

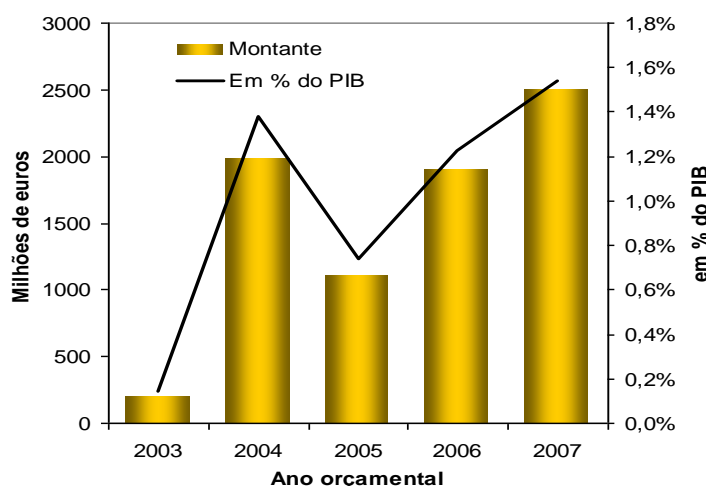
2.3 O montante das amortizações de dívida de médio e longo prazo em 2007 ascenderá a 8,2 mil milhões de euros, de acordo com as estimativas do IGCP.

⁹ A lei do Orçamento do Estado para 2007 (Lei n.º 53-A/2006, 29 Dezembro) estabeleceu que “Para fazer face às necessidades de financiamento decorrentes da execução do Orçamento do Estado, incluindo os serviços e fundos dotados de autonomia administrativa e financeira, bem como das operações referidas nos artigos 99.º e 100.º, fica o Governo autorizado, nos termos da alínea h) do artigo 161.º da Constituição e do artigo 111.º da presente lei, a aumentar o endividamento líquido global directo até ao montante máximo de 7404,3 milhões de euros”.

2.4 Na determinação das necessidades de financiamento a satisfazer no ano civil de 2007, há ainda que considerar a expectativa de recurso a emissão de dívida pública no período complementar da receita¹⁰, no referente ao ano orçamental anterior (i.e., de 2006), e no referente ao ano orçamental em curso (2007). No relatório do OE de 2007, a estimativa do montante das necessidades de financiamento do OE de 2006 a serem satisfeitas no respectivo período complementar (i.e., através da emissão de dívida pública em Janeiro de 2007) ascendia a 1900 milhões de euros. Acresce que a emissão de dívida pública em Janeiro de 2008 por conta do OE de 2007 (i.e., no respectivo período complementar) era prevista em 2,5 mil milhões de euros.

2.5 A conjugação das necessidades de financiamento decorrentes do Orçamento do Estado e do recurso aos períodos complementares do OE de 2006 e de 2007 resulta num montante de financiamento a recolher no ano civil de 2007 de 15 mil milhões de euros, tal como referido no Programa do IGCP.

Gráfico 3- Emissão de dívida no Período Complementar



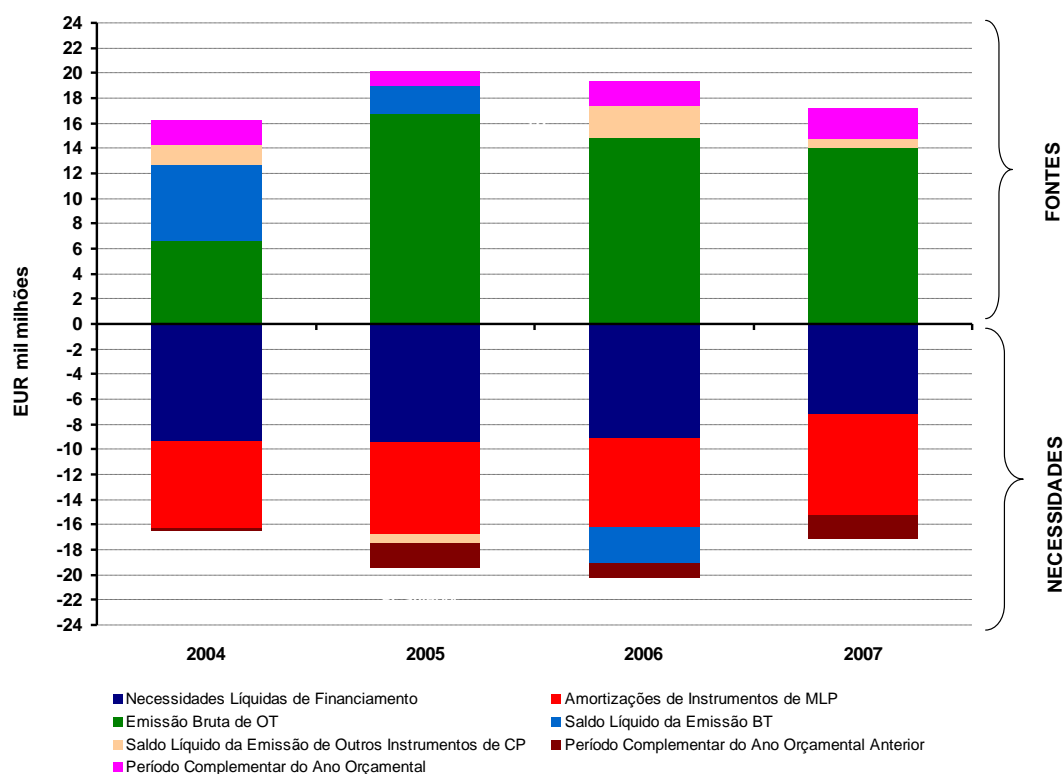
Fonte: Relatórios do Orçamento do Estado e de Gestão da Dívida Pública.

2.6 O referido montante de 15 mil milhões de euros é inferior, em cerca de menos de 1000 milhões de euros, ao registado no ano de 2006, para o que contribui, sobretudo, a descida do défice orçamental (apurado em contabilidade pública), mas também a diferença entre os montantes que se optou por canalizar para o período complementar no âmbito da execução do OE em 2006 e 2007, e que mais do que compensam o acréscimo de amortizações de dívida em 2007.

2.7 A estrutura do financiamento do Estado a efectuar em 2007 (ver Gráfico 4), por tipo de instrumento (ver Caixa 2- PRINCIPAIS INSTRUMENTOS DE DÍVIDA PÚBLICA), de acordo com o Programa IGCP e o relatório do OE de 2007, é análoga à de anos anteriores. Assim, a satisfação das necessidades de financiamento do Estado em 2007, (que o IGCP prevê que ascenda a cerca de 15 mil milhões de euros), voltará a estar centrada na emissão bruta de obrigações do Tesouro, que deverá situar-se entre 12 a 14 mil milhões de euros. O remanescente do financiamento, que será marginal, provirá da emissão líquida de outros instrumentos, nomeadamente de Certificados de Aforro e de CEDIC, pois o contributo líquido esperado da emissão de bilhetes do Tesouro é nulo.

¹⁰ O período complementar decorre nas primeiras semanas do mês de Janeiro do ano civil seguinte ao do ano orçamental a que diz respeito. A sua extensão é fixada anualmente pelo Decreto-Lei de Execução Orçamental e, traduz-se na possibilidade de uma parte ou da totalidade do fluxo de financiamento decorrente da emissão de dívida pública, nesse período, ser afecto à satisfação das necessidades de financiamento do OE, do ano civil anterior.

Gráfico 4- Necessidades e Fontes de Financiamento do Estado



Fonte: Relatórios do OE dos anos respectivos; Relatório Anual de Gestão da Dívida (IGCP) de 2004 e 2005; Boletins Mensais do IGCP

Nota: Para os dados de 2006 usou-se como fonte o Relatório do OE de 2007, pois o Relatório Anual de Gestão da Dívida de 2006 (a divulgar em 2007) ainda não se encontra disponível.

2.2 Estratégia de Gestão

2.8 A estratégia de gestão da dívida directa do Estado em 2007 apresentada em termos gerais pelo IGCP tem como objectivo:

“(...) assegurar o financiamento requerido pela execução orçamental, prosseguindo os objectivos de minimização dos custos da dívida numa perspectiva de longo prazo e a não exposição a riscos excessivos, através da implementação das estratégias definidas para a emissão de instrumentos de dívida pública, redução do saldo da dívida, aplicação das disponibilidades de tesouraria e limitação e controlo dos riscos, incluindo de refinanciamento, crédito e taxa de juro.”

2.9 Estas linhas genéricas de actuação estratégica anunciadas ao mercado pelo IGCP estão, de um modo geral, de acordo com o que tem vindo a ser prosseguido por esta instituição nos anos anteriores. Assim prosseguindo os objectivos de minimização dos custos da dívida numa perspectiva de longo prazo¹¹ e a não exposição a riscos excessivos.

¹¹ A **perspectiva de longo prazo** é aqui extremamente importante, pois estabelece-se como orientação que se afastem opções de gestão do financiamento e da dívida pública que, eventualmente associadas ao ciclo político e atraentes numa perspectiva de curto prazo, possam onerar significativamente os orçamentos futuros.

2.10 Comparando as linhas de actuação estratégica em 2007 com as de anos anteriores, podem, contudo, identificar-se os seguintes elementos diferenciadores:

- (a) a referência à implementação de uma **estratégia para a aplicação das disponibilidades de tesouraria**, que resulta das novas atribuições e competências atribuídas recentemente ao IGCP¹²; e
- (b) a referência a uma **estratégia de redução do saldo da dívida directa do Estado**¹³. Embora a explicação esteja omissa no Programa IGCP, o objectivo de redução do saldo da dívida directa do Estado pode resultar de eventuais ganhos de eficiência provenientes da integração da emissão da dívida e das disponibilidades de tesouraria, sob a gestão de uma mesma entidade (i.e., o IGCP)¹⁴.

2.11 Como em anos anteriores, na linha da estratégia que tem vindo a ser implementada, o financiamento do Estado em 2007 centra-se no mercado das obrigações do Tesouro de taxa fixa e denominadas em euros (ver Gráfico 4- Necessidades e Fontes de Financiamento do Estado). Procura-se, desta forma, “continuar a criar condições para aprofundar a liquidez e manter um funcionamento eficiente do mercado primário e secundário.”

2.3 Emissão de obrigações do Tesouro (OT)

2.12 O montante a canalizar para a emissão de obrigações do Tesouro em 2007 situar-se-á entre 12 e 14 mil milhões de euros. Este intervalo largo, de 2 mil milhões de euros, significa que, se a emissão de OT se situar no limiar inferior do mesmo, se registará um decréscimo entre 3 a 5 mil milhões de euros na liquidez canalizada para o mercado das OT comparativamente aos dois anos anteriores. A emissão prevista de OT concretizar-se-á, de acordo com o IGCP, através de:

“(...) abertura de duas novas séries de OT com maturidades e datas a serem oportunamente anunciadas ao mercado. A sua abertura decorrerá, como habitualmente, através de sindicato bancário constituído pelos Operadores Especializados de Valores do Tesouro (OEVT), num montante de EUR 3 mil milhões, sendo posteriormente reabertas através de leilão. Em complemento do lançamento de novas séries e de reaberturas ao longo do ano, poder-se-á também vir a reabrir outras séries, emitidas em anos anteriores, através de leilão com o objectivo de aumentar a sua liquidez. Os leilões de OT terão a participação dos OEVT e dos Operadores do Mercado Primário (OMP), continuando a privilegiar-se para a sua realização a segunda e a quarta quarta-

¹² Realça-se que no âmbito da implementação do Programa de Reestruturação da Administração Central do Estado (PRACE), a nova lei orgânica do Ministério das Finanças e da Administração Pública (Decreto-Lei n.º 205/2006 de 27 de Outubro) e os novos Estatutos do IGCP (Decreto-Lei n.º 86/2007 de 29 de Março) vieram atribuir ao IGCP a gestão das disponibilidades da tesouraria do Estado (*cash management*), anteriormente da responsabilidade da ex-Direcção-Geral do Tesouro (DGT).

¹³ Importa referir, neste ponto, que, por norma, o saldo da dívida é exógeno do ponto de vista da emissão e gestão da dívida, na medida em que é determinado pelas necessidades de financiamento a satisfazer. A gestão da dívida interfere com as necessidades de financiamento na medida em que influencia os encargos a suportar pelo OE.

¹⁴ Em França a falta de articulação entre as actividades de financiamento e emissão de dívida, originou situações de sobre-financiamento.

feira de cada mês, de acordo com um calendário a anunciar trimestralmente. O montante indicativo dos leilões será entre EUR 800 e 1000 milhões.”

2.13 O momento do lançamento das novas séries de OT, bem como as suas maturidades, não é anunciado. O momento do lançamento depende habitualmente da existência de condições de mercado adequadas, o que só pode ser avaliado muito próximo do lançamento efectivo e em articulação entre o IGCP e os Operadores Especializados em Valores do Tesouro (OEVT) que têm a responsabilidade de fazer a colocação da dívida junto dos investidores. A escolha da maturidade, até certo ponto, depende das condições do mercado, pois, a perspectiva que os emitentes soberanos e os investidores tenham quanto à evolução das taxas de juro, condiciona necessariamente a sua perspectiva quanto aos prazos em que se querem financiar (custo) ou investir (rendibilidade). No entanto, a gestão do perfil de amortizações da dívida que já existe estabelece à partida, sobretudo no caso de um pequeno emitente soberano, uma gama de opções limitada.

2.14 Um aspecto distintivo e novo na estratégia de emissão anunciada para as obrigações do Tesouro refere-se à possibilidade de realização de leilões de OT não só na segunda 4ª-feira de cada mês (que tem constituído a prática habitual), mas também na quarta 4ª-feira de cada mês. Esta opção significa um aumento potencial da presença no mercado (eventualmente em montantes menores) e uma menor previsibilidade dessa presença. Trata-se de uma prática que não é comum ao nível da emissão de obrigações do Tesouro pelos pequenos emitentes soberanos da área do euro.

2.4 Emissão de bilhetes do Tesouro (BT)

2.15 Em 2006 registou-se um financiamento líquido negativo através da emissão de bilhetes do Tesouro, ou seja emitiu-se um volume bruto inferior ao montante que se amortizou. Dai resultou uma redução do saldo vivo deste instrumento e, dessa forma, numa contracção da dimensão do respectivo mercado. Para 2007, o IGCP indica que o financiamento líquido resultante da emissão de BT deverá ser marginalmente positivo e será obtido da seguinte forma:

“(...) serão lançadas 5 novas linhas em 2007: BT Janeiro 2008, BT Março 2008, BT Maio 2008, BT Setembro 2008 e BT Novembro 2008. Optou-se por não lançar uma linha de BT com vencimento em Julho 2008 por forma a reduzir a excessiva concentração de amortizações naquele mês. As linhas continuarão a ser lançadas nos meses ímpares, através de 2 leilões, sendo o primeiro realizado na 3ª quarta-feira do mês e o segundo até à 1ª quarta-feira do mês seguinte. O calendário indicativo dos leilões de reabertura que vierem a ter lugar será anunciado trimestralmente. O montante indicativo do conjunto dos dois leilões de lançamento deverá situar-se no intervalo de EUR 1250 a 1750 milhões, enquanto o montante indicativo dos leilões de reabertura será entre EUR 300 a 750 milhões.”

2.16 No programa IGCP, é referido que a estratégia de emissão BT segue as linhas de orientação anunciadas aos operadores de mercado (v.g. EBT-Especialistas em Bilhetes do Tesouro) em Novembro de 2006.

2.17 A UTAO procedeu à comparação entre a estratégia agora anunciada com a seguida entre 2003 e 2006 tendo apurado serem distintas. A referida comparação permite observar que, tal como no caso das OT, se introduz uma menor previsibilidade quanto ao momento dos leilões de BT, através da definição de um intervalo de tempo dentro do qual o leilão ocorrerá. Tal prática contraria a anterior que consistia em pré-anunciar ao mercado e respectivos operadores uma data para a realização dos leilões de BT. A prática que agora se abandona continua, contudo, a ser a actuação *standard* no mercado do euro por parte dos outros emitentes soberanos.

2.18 No que se refere à actuação do IGCP no mercado secundário dos BT refere-se no Programa IGCP:

“Poderão ainda ser realizadas operações de compra e venda de BT através do mercado OTC. Assim, para os BT Maio 2007, BT Julho 2007 e BT Setembro 2007 os montantes indicativos mencionados incluem a eventualidade de realização de operações OTC.”

2.19 Ou seja, o IGCP anuncia aos intervenientes no mercado da dívida pública a possibilidade de o emitente passar, em 2007, a intervir directa e activamente em mercado secundário, comprando e vendendo BT. Este é um aspecto novo e distintivo face à estratégia adoptada entre 2003 (o ano do relançamento da emissão deste instrumento) e 2006.

2.20 A intervenção dos emitentes soberanos no mercado secundário da dívida, por si emitida, deve ser analisada tendo em conta a ordem de grandeza dos montantes de intervenção e a dimensão do mercado em causa. Porém o Programa do IGCP não presta informação sobre a grandeza dos montantes. Sobre este aspecto cabe salientar que a transparência das operações de intervenção é um factor relevante. Em mercados de dívida pública de pequena dimensão, e considerando que o emitente soberano pode ter acesso a informação privilegiada, podem surgir riscos de sinalização adversa ou de perturbação do mecanismo de formação eficiente do preço.

2.5 Emissão de outros instrumentos

2.21 No que se refere aos outros instrumentos usados no financiamento do Estado, a Nota Informativa do IGCP refere que se recorrerá ainda ao financiamento de muito curto prazo, através da contratação de operações de reporte, e de linhas de crédito, por forma a aumentar a flexibilidade do programa de financiamento face a flutuações das necessidades de tesouraria. O restante financiamento líquido, segundo se refere, será obtido pela emissão de outros instrumentos não negociáveis, nomeadamente Certificados de Aforro e CEDIC (Certificados Especiais de Dívida Pública).

2.6 Gestão do risco

2.22 No que respeita às linhas de actuação na gestão do risco, refere o Programa IGCP:

“A gestão do risco de refinanciamento terá em conta três elementos:

a) as operações de financiamento evitarão a criação de excessivas concentrações temporais de amortizações;

b) a possível realização de um programa de operações de pré-financiamento, com a data de vencimento das aplicações coincidentes com a data prevista para as necessidades dos fundos; e

c) a realização de um programa de recompra de dívida.

Em relação a este último elemento, serão oportunamente anunciados ao mercado os leilões de recompra que vierem a ser realizados.

A gestão do risco de taxa de juro, e o ajustamento da estrutura de custos da carteira de dívida, será feita através do recurso ao mercado de derivados.”

2.23 Os procedimentos anunciados decorrem do modelo de gestão do risco adoptado há muito pelo IGCP, e que está em linha com as melhores práticas europeias e mundiais de gestão de carteira de dívida pública, com os ajustamentos decorrentes da nova situação de gestão conjunta das emissões de dívida (passivos) e das disponibilidades de tesouraria (activos). As necessárias alterações na gestão do risco impostas por esta nova situação de gestão conjunta de activos e passivos levaram, aliás, à aprovação pela respectiva Tutela (sob proposta do IGCP), em Dezembro de 2006, de uma nova versão das “Normas Orientadoras para a Gestão da Dívida Directa do Estado e a Gestão das Disponibilidades de Tesouraria do Estado pelo Instituto de Gestão do Crédito Público”¹⁵ (*Guidelines*). A anterior versão tinha sido aprovada em Março de 2004.

2.7 Gestão das disponibilidades de tesouraria

2.24 A gestão das disponibilidades de Tesouraria é um aspecto, novo que decorre da alteração das suas atribuições e competências no âmbito da implementação do PRACE, como referido anteriormente. Sobre este aspecto o Programa IGCP refere que o processo de integração entre a gestão da dívida directa do Estado e a gestão das disponibilidades de tesouraria do Estado deverá estar concluído no decurso de 2007. No tocante à estratégia a seguir na gestão das disponibilidades de tesouraria o Programa em análise não refere outros elementos além dos que se indicam:

“Procurar-se-á utilizar os saldos das disponibilidades de tesouraria para reduzir o saldo da dívida e realizar uma aplicação eficiente dos excedentes que se venham a verificar.”

¹⁵ http://www.igcp.pt/fotos/editor2/Menu%20Lateral/Legislaao/normas_gestao_divida_2006.pdf.

Caixa 2 PRINCIPAIS INSTRUMENTOS DE DÍVIDA PÚBLICA

OBRIGAÇÕES DO TESOIRO

As Obrigações do Tesouro (OT) constituem o principal instrumento utilizado pelo Estado português para satisfazer as suas necessidades de financiamento. As OT são valores mobiliários de médio e longo prazo, cuja emissão, actualmente, se efectua, em termos efectivos, através de operações sindicadas e de leilões, e que podem ser emitidas com:

- prazos entre 1 e 50 anos;
- com ou sem cupão (cupão zero);
- taxa de juro fixa;
- amortizáveis no vencimento pelo seu valor nominal e
- possibilidade de destaque de direitos (*stripping*).

As OT são admitidas à negociação no MEDIP – Mercado Especial de Dívida Pública e noutras plataformas de negociação electrónica estabelecidas a nível europeu, com adopção de procedimentos de liquidação *standard* para as transacções.

Em resultado da estratégia de financiamento do Estado adoptada ao longo dos últimos anos, tem vindo a registar-se um alargamento e uma diversificação geográfica da base de investidores activos no mercado das OT, que assume hoje um cariz marcadamente internacional.

BILHETES DO TESOIRO

Os Bilhetes do Tesouro (BT) são valores mobiliários de curto prazo com um valor unitário de um euro, podendo ser emitidos com prazos até um ano, colocados a desconto através de leilão ou subscrição limitada e reembolsáveis no vencimento pelo seu valor nominal.

Os BT constituíram desde a sua criação em 1985 e até 1998 um importante instrumento de financiamento do Estado e de intervenção monetária. A alteração das condições de definição e execução da política monetária resultante do estabelecimento da união monetária europeia em 1999 e a adopção de uma estratégia de financiamento do Estado orientada prioritariamente no sentido de desenvolver um mercado de títulos de médio e longo prazo com dimensão europeia e suficiente liquidez, levaram à suspensão da emissão de BT no início de 1999, situação que se manteve até 2003. Tendo sido atingida em 2002 uma situação em que a curva de rendimentos das OT *benchmark* (i.e., formada por títulos vivos em todos os prazos de referência) estava completa no segmento dos 2 aos 10 anos, a emissão de BT foi retomada em 2003 como uma nova componente da estratégia de financiamento do Estado com carácter estrutural. Os BT vieram assim completar, com um segmento de curto prazo, uma curva de rendimentos de títulos líquidos do Estado português.

O relançamento da emissão de BT enquadrou-se, assim, numa estratégia de criação de um mercado líquido para estes títulos de curto prazo, de dimensão internacional, capaz de contribuir para o alargamento e diversificação da base de investidores em dívida pública portuguesa.

Os BT são admitidos à negociação no MEDIP – Mercado Especial de Dívida Pública e noutras plataformas de negociação electrónica estabelecidas a nível europeu, com adopção de procedimentos de liquidação *standard* para as transacções.

CERTIFICADOS DE AFORRO

Os Certificados de Aforro são instrumentos de dívida criados com o objectivo de captar a poupança das famílias. Têm como característica principal o serem distribuídos a retalho, isto é, serem colocados directamente juntos dos aforradores e terem montantes mínimos de subscrição reduzidos. Os Certificados de Aforro só podem ser emitidos a favor de particulares e não são transaccionáveis.

Os Certificados de Aforro Série A foram criados em 1960 pelo decreto-lei 43 454, de 30 de Dezembro; a sua subscrição foi cancelada com a criação, em 1986, dos Certificados de Aforro Série B pelo decreto-lei 172-B, de 30 de Junho.

CEDIC

Os Certificados Especiais de Dívida Pública (CEDIC) são instrumentos de dívida pública de curto prazo, emitidos a desconto com prazos para a maturidade compreendidos entre um mês e um ano, para subscrição exclusiva por parte de investidores do sector público. Criados em 1998 para aumentar a eficiência da gestão financeira global das Administrações Públicas, o seu peso no volume total da dívida directa do Estado e na cobertura das respectivas necessidades de financiamento é relativamente marginal.

OUTROS INSTRUMENTOS

Com o objectivo de satisfazer necessidades de financiamento pontuais, de curto prazo, o Estado recorre a operações de reporte (ou ‘repos de financiamento’). Os repos de financiamento contratados bilateralmente, entre o IGCP e os OEVT e EBT, consistem na venda de títulos de dívida – Obrigações do Tesouro ou Bilhetes do Tesouro –, emitidos especificamente para esse efeito, com acordo simultâneo de recompra dos mesmos, num prazo pré-acordado. Os repos de financiamento tratam-se, portanto, de operações de financiamento colateralizadas com títulos.

ANEXO Nota Informativa do IGCP sobre o Programa de Financiamento do Estado em 2007

NOTA INFORMATIVA

Programa de Financiamento da República Portuguesa para 2007

Sob proposta do Instituto de Gestão do Crédito Público foi aprovado pela Tutela o Programa de Financiamento para 2007. Este programa contempla as linhas gerais da política a seguir em termos da gestão da dívida directa do Estado e da gestão das disponibilidades de tesouraria do Estado, cuja integração deverá estar concluída no decurso do ano corrente.

1. Necessidades de financiamento

O montante das necessidades de financiamento do Estado, no ano de 2007, a satisfazer por recurso à emissão bruta de instrumentos de dívida de médio e longo prazo e ao financiamento líquido de curto prazo, deverá situar-se em cerca de EUR 15 mil milhões.

Este valor inclui um montante de EUR 7,1 mil milhões que corresponde a necessidades líquidas de financiamento do Estado decorrentes do Orçamento aprovado para 2007, correspondendo o remanescente ao refinanciamento de dívida de médio e longo prazo a ser amortizada em 2007.

2. Estratégia de gestão

O programa de financiamento visa assegurar o financiamento requerido pela execução orçamental, prosseguindo os objectivos de minimização dos custos da dívida numa perspectiva de longo prazo e a não exposição a riscos excessivos, através da implementação das estratégias definidas para a emissão de instrumentos de dívida pública, redução do saldo da dívida, aplicação das disponibilidades de tesouraria e limitação e controlo dos riscos, incluindo de refinanciamento, crédito e taxa de juro.

3. Emissão de Obrigações do Tesouro

O financiamento líquido da República, em 2007, voltará a concentrar-se na emissão de Obrigações do Tesouro (OT), continuando a criar condições para aprofundar a liquidez e manter um funcionamento eficiente do mercado primário e secundário.

O montante de financiamento a ser satisfeito através da emissão bruta de OT situar-se-á entre EUR 12 e 14 mil milhões. Proceder-se-á à abertura de duas novas séries de OT com maturidades e datas a serem oportunamente anunciadas ao mercado. A sua abertura decorrerá, como habitualmente, através de sindicato bancário constituído pelos Operadores Especializados de Valores do Tesouro (OEVT), num montante de EUR 3 mil milhões, sendo posteriormente reabertas através de leilão. Em complemento do lançamento de novas séries e de reaberturas ao longo do ano, poder-se-á também vir a reabrir outras séries, emitidas em anos anteriores, através de leilão com o objectivo de aumentar a sua liquidez.

Os leilões de OT terão a participação dos OEVT e dos Operadores do Mercado Primário (OMP), continuando a privilegiar-se para a sua realização a segunda e a quarta quarta-feira de cada mês, de acordo com um calendário a anunciar trimestralmente. O montante indicativo dos leilões será entre EUR 800 e 1000 milhões.

O único leilão de OT previsto para o primeiro trimestre do ano corrente, realizou-se no passado dia 10 de Janeiro, data em que se procedeu à reabertura da OT 4,2% Outubro 2016, tendo-se colocado o montante

de EUR 1000 milhões, atingindo-se um saldo vivo de EUR 5 mil milhões, cumprindo-se, assim, o compromisso assumido aquando do seu lançamento em Julho de 2006.

4. Emissão de Bilhetes do Tesouro

O financiamento líquido resultante da emissão de BT deverá ser marginalmente positivo em 2007. A estratégia de emissão de BT em 2007 seguirá as linhas de orientação anunciadas aos operadores de mercado em Novembro.

Assim, serão lançadas 5 novas linhas em 2007: BT Janeiro 2008, BT Março 2008, BT Maio 2008, BT Setembro 2008 e BT Novembro 2008. Optou-se por não lançar uma linha de BT com vencimento em Julho 2008 por forma a reduzir a excessiva concentração de amortizações naquele mês.

As linhas continuarão a ser lançadas nos meses ímpares, através de 2 leilões, sendo o primeiro realizado na 3ª quarta-feira do mês e o segundo até à 1ª quarta-feira do mês seguinte. O calendário indicativo dos leilões de reabertura que vierem a ter lugar será anunciado trimestralmente. O montante indicativo do conjunto dos dois leilões de lançamento deverá situar-se no intervalo de EUR 1250 a 1750 milhões, enquanto o montante indicativo dos leilões de reabertura será entre EUR 300 a 750 milhões.

Em 3 de Janeiro do ano corrente foi reaberto o BT Julho 2007, através de leilão, tendo sido colocados EUR 315,8 milhões (incluindo a fase não competitiva), elevando assim o saldo vivo deste título para EUR 1721 milhões.

O calendário e montantes indicativos dos restantes leilões de BT a realizar no 1º trimestre é o seguinte:

| Instrumento | Operações | Número de leilões | Data indicativa dos leilões | Montante indicativo (líq.) (EUR milhões) |
|--------------------|------------------|--------------------------|------------------------------------|---|
| BT18JAN2008 | Lançamento | 2 | 17-Jan-07/ 7-Fev-07 | 1250 – 1750 |
| BT21MAR2008 | Lançamento | 2 | 21-Mar-07/ 4-Abr-07 | 1250 – 1750 |
| BT18MAI2007 | Reabertura | 1 | 21-Fev-07 | 300 – 750 |
| BT21SET2007 | Reabertura | 1 | 7-Mar-07 | 300 – 750 |

Poderão ainda ser realizadas operações de compra e venda de BT através do mercado OTC. Assim, para os BT Maio 2007, BT Julho 2007 e BT Setembro 2007 os montantes indicativos mencionados incluem a eventualidade de realização de operações OTC.

5. Outro financiamento

A República recorrerá ainda ao financiamento de muito curto prazo, quer através da contratação de operações de reporte, quer através de linhas de crédito, por forma a aumentar a flexibilidade do programa de financiamento face a flutuações das necessidades de tesouraria. O restante financiamento líquido será obtido pela emissão de outros instrumentos não negociáveis, nomeadamente Certificados de Aforro e CEDIC.

6. Gestão de riscos

A gestão do risco de refinanciamento terá em conta três elementos: a) as operações de financiamento evitarão a criação de excessivas concentrações temporais de amortizações; b) a possível realização de um programa de operações de pré-financiamento, com a data de vencimento das aplicações coincidentes com a data prevista para as necessidades dos fundos; e c) a realização de um programa de recompra de dívida.

Em relação a este último elemento, serão oportunamente anunciados ao mercado os leilões de recompra que vierem a ser realizados.

A gestão do risco de taxa de juro, e o ajustamento da estrutura de custos da carteira de dívida, será feita através do recurso ao mercado de derivados.

7. Disponibilidades de tesouraria

Procurar-se-á utilizar os saldos das disponibilidades de tesouraria para reduzir o saldo da dívida e realizar uma aplicação eficiente dos excedentes que se venham a verificar.

Como habitualmente, o IGCP manterá flexibilidade para introduzir na execução deste programa os ajustamentos que se venham a revelar necessários face à evolução dos mercados e das necessidades de financiamento ao longo do ano.

IGCP, 17 de Janeiro de 2007