

### Condições de mercado

**1 Entre outros fatores, as orientações das autoridades monetárias condicionaram a evolução do mercado de dívida pública no mês de setembro.** As taxas de rendibilidade da dívida norte-americana registaram uma diminuição no mês de setembro. A um aumento das taxas de rendibilidade na primeira metade do mês, seguiu-se uma forte correção na última quinzena. A decisão de manutenção da política de aquisição de ativos por parte da Reserva Federal marcou o mês de setembro. A tensão política existente no Médio Oriente, as eleições na Alemanha e intenção por parte do Banco Central Europeu (BCE) de manter políticas monetárias expansionistas também caracterizaram o mercado de dívida soberana ao longo do mês setembro.

**2 Os dados quantitativos e qualitativos referentes à área do euro continuam a mostrar uma recuperação.** Os indicadores de confiança PMI (*Purchasing Managers' Index*) para a indústria e serviços da área do euro registaram, tal como em agosto, um tom positivo, situando-se acima da marca de 50 pontos.<sup>1</sup> O mesmo tom observou-se no mercado de trabalho com uma redução do número de desempregados. Por último, saliente-se a revisão em alta do crescimento económico da área do euro por parte do BCE para 2013, de -0,6% para -0,4%, e em baixa para 2014, de 1,1% para 1,0%.

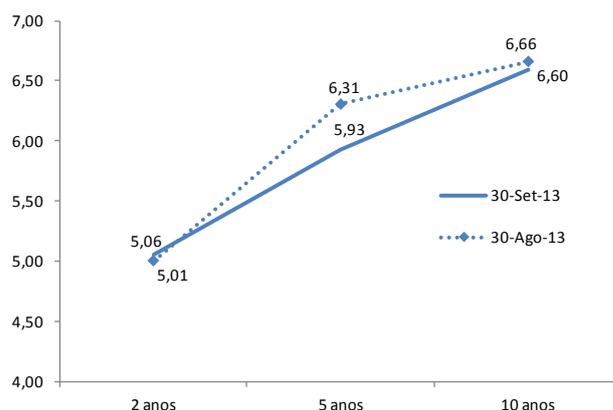
**3 Durante o mês de setembro ressurgiram tensões políticas em Itália.** Assistiu-se, no início do mês, a uma redução da taxa de rendibilidade da dívida pública italiana face à alemã. Porém, o ressurgir da incerteza política, em virtude da ameaça de retirada do apoio do Partido da Liberdade ao governo, terá conduzido a um acréscimo da taxa de rendibilidade da dívida italiana. Em consequência, o *spread* da dívida italiana face à dívida alemã aumentou.

**4 No que se refere a Portugal, o mês de setembro foi caracterizado pela oitava e nona avaliação do Programa de Ajustamento Económico e Financeiro** por parte do BCE/CE/FMI, num mês em que também se realizaram as eleições autárquicas. As expectativas quanto à orientação da conclusão da oitava e nona avaliações contribuíram para um aumento de incerteza por parte dos investidores. Com efeito, surgiram rumores quanto a um segundo resgate, tendo estes sido desmentidas de forma imediata pelas várias instituições envolvidas na avaliação do PAEF. De destacar que, já no início do mês de outubro, a oitava e nona avaliações foram concluídas de forma positiva.<sup>2</sup>

**5 O INE confirmou a estimativa rápida que apontava para um crescimento do PIB de 1,1%, em cadeia, no 2.º trimestre de 2013.** Nesse relatório, divulgou a composição e os contributos da despesa para o crescimento. Registe-se o contributo positivo do consumo privado, algo que não se

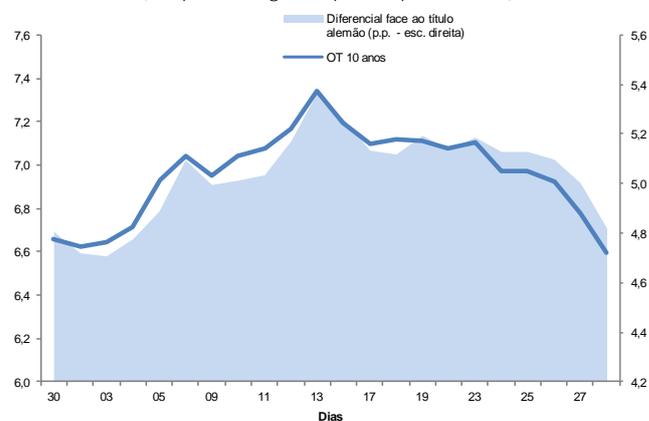
verificava desde o quarto trimestre de 2010, e das exportações. Em sentido contrário, observa-se o contributo negativo para o PIB que resultou do aumento das importações. O mesmo relatório indicou uma queda de -2,1% em termos homólogos. Também durante o mês de setembro foi possível observar, através de indicadores qualitativos, a manutenção da trajetória de recuperação da confiança dos consumidores e empresários.

Gráfico 1 – Curva de rendimentos dos títulos *benchmark* da dívida pública (em percentagem)



Fonte: IGCP.

Gráfico 2 – Evolução diária em setembro da taxa de rendibilidade (*yield*) a 10 anos da dívida pública portuguesa (em percentagem e pontos percentuais)



Fonte: IGCP

**6 No que se refere ao mercado português da dívida pública, destaca-se a linearização da curva de rendimentos.** A taxa de rendibilidade da dívida pública portuguesa registou um movimento ascendente nas primeiras semanas do mês, seguindo a tendência dos mercados internacionais. Em paralelo com a correção das taxas de rendibilidade da dívida pública norte-americana e alemã, registada na segunda metade do mês, observou-se uma descida da taxa de rendibilidade da dívida portuguesa. A redução não foi maior dada, em parte, à incerteza descrita anteriormente intrínseca a Portugal. Com efeito, a taxa de juro a 2 e a 10 anos praticamente não se alterou face ao início do mês, permanecendo nos 6,6% a 10 anos e em 5,0% nos 2 anos (Gráfico 1 e Gráfico 2). Por outro lado, observou-se uma diminuição da taxa a 5 anos, de 6,3% para 5,9%. Este

<sup>1</sup> O PMI é um índice obtido por inquérito aos gestores das empresas e é produzido por duas empresas, a *Markit* e o *Institute for Supply Management (ISM)*. Procura representar uma medida do dinamismo da atividade económica nos meses seguintes. Este aponta para uma expansão da atividade económica quando se situa acima de 50 pontos.

<sup>2</sup> Também no início de outubro, o Ministério das Finanças reviu em alta o crescimento do PIB de Portugal para 2013, de -2,3 % para -1,8%, e o de 2014, de 0,6% para 0,8%. Adicionalmente, o Banco de Portugal, no boletim de outono de 2013, reviu o crescimento económico de 2013, de -2,0% para -1,6%.

comportamento permitiu uma linearização da curva de rendimentos da dívida pública portuguesa (Gráfico 1). Em termos de *spread* face à Alemanha, verificou-se uma estagnação em 4,8 p.p. nos títulos de dívida pública portuguesa a 10 anos (Tabela 1).

**Tabela 1 – Diferenciais de taxas de rendibilidade de títulos de dívida pública a 10 anos face à Alemanha (em pontos percentuais)**

	31-Dez-10	30-Dez-11	28-Dez-12	30-Jul-13	30-Ago-13	30-Set-13	Var. mensal	Var. desde o início do ano
Portugal	3,6	11,0	5,6	4,7	4,8	4,8	0,01	-0,8
Irlanda	6,1	-	-	2,2	2,3	2,1	-0,22	-
França	0,4	1,3	0,7	0,6	0,6	0,5	-0,07	-0,1
Bélgica	1,0	2,2	0,7	0,9	0,9	0,8	-0,10	0,1
Itália	1,8	5,2	3,2	2,7	2,5	2,7	0,11	-0,5
Espanha	2,5	3,2	3,9	3,0	2,7	2,5	-0,16	-1,4

Fonte: IGCP

## Divida direta do Estado

**7 O stock da dívida direta do Estado aumentou, em termos homólogos 10,3% em agosto, fixando-se em 207 444 M€.** A dívida direta do Estado fixou-se, no final de agosto, em 207 444 M€, um aumento de 1 752 M€ face a julho (Tabela 2). No que se refere à composição por instrumento financeiro, o acréscimo mensal incidu sobretudo ao nível da dívida titulada de curto prazo.

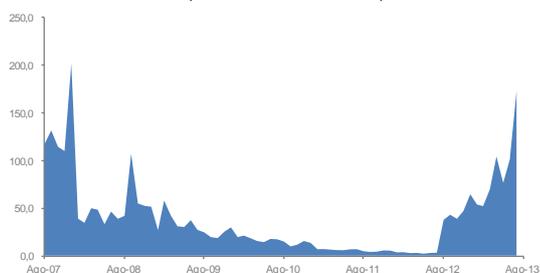
**Tabela 2 – Dívida Direta do Estado (stock em final de período, em milhões de euros)**

	Ago-12	Dez-12	Jul-13	Ago-13	Variação (%)		
					mensal	homóloga	peso (%)
Titulada	116 740	119 840	127 065	128 543	1,2	10,1	62,0
Curto prazo	19 912	24 360	26 499	28 161	6,3	41,4	13,6
Médio e longo prazo	96 828	95 479	100 566	100 382	-0,2	3,7	48,4
Não titulada	11 813	11 612	11 693	11 868	1,5	0,5	5,7
Cert. Aforro	9 752	9 669	9 788	9 919	1,3	1,7	4,8
Cert. do Tesouro	1 430	1 416	1 389	1 386	-0,2	-3,0	0,7
Outra	631	527	516	563	9,2	-10,8	0,3
Assist. Financeira	59 467	63 013	66 934	67 032	0,1	12,7	32,3
<b>Total</b>	<b>188 021</b>	<b>194 466</b>	<b>205 692</b>	<b>207 444</b>	<b>0,9</b>	<b>10,3</b>	<b>100,0</b>
Por memória:							
Transaccionável	111 442	115 280	121 537	122 382	2,4	0,9	59,8
Não Transaccionável	76 579	79 185	84 156	85 062	0,6	10,8	40,2
Euro	165 650	171 391	181 709	183 352	1,9	4,4	88,4
Não euro	22 371	23 075	23 983	24 092	-0,2	7,3	11,6

Fonte: IGCP e cálculos da UTAO. | Nota: Os stocks (incluindo os empréstimos recebidos ao abrigo do PAEF), encontram-se valorizados em termos nominais, exceto os títulos emitidos a desconto, que se encontram ao valor descontado. No caso dos desembolsos do PAEF, os stocks encontram-se valorizados à taxa de câmbio de referência no último dia do mês.

**8 O stock dos certificados de aforro aumentou pelo quarto mês consecutivo.** O acréscimo do stock dos certificados de aforro foi de 131 M€ no mês de agosto, totalizando 9919 M€, alcançando o valor mais alto desde julho de 2012. Para tal contribuíram as emissões brutas no valor de 172,4 M€ (Gráfico 3), tendo estas sido as maiores desde janeiro de 2008. Por outro lado, o stock de certificados do tesouro voltou a diminuir.<sup>3</sup>

**Gráfico 3 – Emissão bruta mensal de certificados de aforro (em milhões de euros)**



Fonte: IGCP e cálculos da UTAO. | Nota: Os dados referem-se a emissões brutas, i.e. não se encontram líquidas de resgates.

<sup>3</sup> Note-se que estes encontram-se suspensos, tendo sido já manifestada intenção de rever as condições de subscrição.

**9 As flutuações cambiais, associadas ao empréstimo do FMI no âmbito do Programa de Assistência Económica e Financeira, motivaram um acréscimo do stock da dívida.** Em agosto, registou-se uma apreciação dos direitos de saque especiais (moeda na qual os empréstimos do FMI são efetuados). Esta flutuação cambial motivou, no âmbito do empréstimo do FMI associado PAEF, um aumento do stock da dívida em 98 M€. Não se registou, em agosto e em setembro, um novo desembolso por parte da União Europeia ou do FMI.

**Tabela 3 – Desembolsos no âmbito do PAEF (ao valor de encaixe e em milhares de milhões de euros)**

	2011	2012	2013	Total recebido	2013	2014	Total do programa
	Executado	Executado	Até 30 set		Previsto*	Previsto*	
<b>TOTAL</b>	<b>34,2</b>	<b>27,5</b>	<b>4,4</b>	<b>66,1</b>	<b>9,9</b>	<b>7,9</b>	<b>79,5</b>
FMI	13,1	8,2	1,5	22,8	3,4	2,7	27,4
U.E.	21,1	19,3	2,9	43,3	6,5	5,2	52,1
MEEF	14,1	7,9	0,0	22,0	-	-	-
FEEF	7,0	11,3	2,9	21,3	-	-	-

Fontes: IGCP e cálculos da UTAO. | Nota: (\*) Previsão que consta no relatório da comissão europeia "The Economic Adjustment Programme for Portugal: Seventh Review"; o montante total já recebido difere do indicado na Tabela 2 por não incluir a margem exigida pelo FEEF acima do seu custo de financiamento, as mais/menos valias e variações cambiais.

**10 Foram emitidos, em setembro, dois Bilhetes do Tesouro (BT) a 3 e 18 meses.** No dia 18 de setembro foram emitidos dois novos Bilhetes do Tesouro (Tabela 4, Gráfico 4 e Gráfico 5). Em ambos os casos, a colocação resultou numa taxa de juro superior à da última operação efetuada com a mesma maturidade. As taxas médias de colocação foram de 1,081% e 2,293% para os Bilhetes de Tesouro com maturidade de 3 e 18 meses, respetivamente.

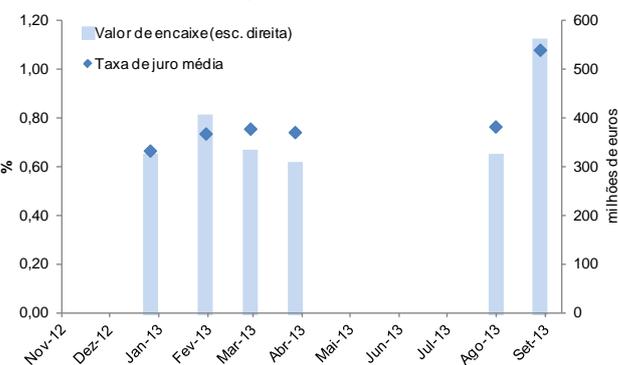
**Tabela 4 – Emissões brutas de dívida pública em setembro**

Instrumento	Bilhetes do Tesouro	
	Dez-13	Mar-15
Maturidade		
Data da Transacção	18-Set	18-Set
Prazo	3 meses	18 meses
Montante Colocado (M€) <sup>1</sup>	550,8	829,6
Montante de Procura (M€) <sup>1</sup>	1 005	1 505
<b>Taxa média (%)<sup>2</sup></b>	<b>1,081</b>	<b>2,293</b>
Por memória: emissão anterior com maturidade equivalente (taxa média, %)	21-Ago-13	19-Jun-13
	0,766	1,603

Fontes: IGCP e cálculos da UTAO. | Notas: 1) Valor nominal, em fase competitiva e não competitiva. 2) Resultado do leilão em fase competitiva.

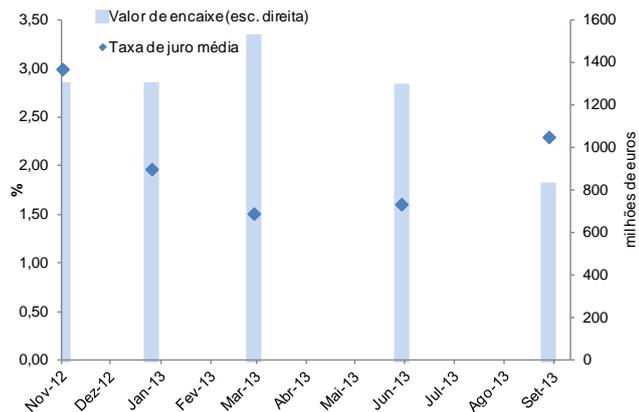
**Gráfico 4 – Emissões de Bilhetes de Tesouro com maturidade de 3 meses**

(em percentagem e em milhões de euros)



Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

**Gráfico 5 – Emissões de Bilhetes de Tesouro com maturidade de 18 meses**  
(em percentagem e em milhões de euros)



Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

## A Gestão Ativa da Carteira de Dívida Pública em 2012

A análise aqui efetuada tem como base a informação recentemente disponibilizada no relatório anual de 2012 do IGCP, a entidade responsável pela gestão da tesouraria e da dívida pública direta do Estado.

**11 A carteira de dívida pública está sujeita a um conjunto de riscos.**<sup>4</sup> A entidade que gere a carteira de dívida pública tem de ter em consideração, necessariamente, um conjunto de riscos. Estes são, fundamentalmente, o risco de financiamento<sup>5</sup>, o risco de taxa de juro<sup>6</sup>, o risco de taxa de câmbio<sup>7</sup> e o risco de crédito.<sup>8</sup>

**12 A gestão ativa da carteira de dívida pública tem como finalidade a otimização da performance da carteira de dívida, sendo esta efetuada com recurso a instrumentos derivados.** O IGCP efetua uma gestão ativa da carteira de dívida, não só com o objetivo de minimização dos riscos atrás identificados, mas também de forma a otimizar o comportamento da carteira de dívida pública. Esta gestão é efetuada com recurso a instrumentos derivados, nomeadamente *swaps* (instrumento contratual de troca de posições jurídicas e/ou financeiras ou de instrumentos financeiros, celebrado bilateralmente entre dois agentes económicos). No final de 2012, a carteira de instrumentos derivados incluía contratos vivos com um valor nominal de 29,7 mil M€ (Tabela 5), equivalente a 15% do saldo total da dívida direta do Estado. Nesta carteira de instrumentos

<sup>4</sup> Segundo as Normas Orientadoras para a Gestão de Dívida Pública (NOGDP) foram estabelecidos limites para a exposição da carteira de dívida pública aos riscos considerados relevantes. As normas orientadoras do risco de crédito encontram-se detalhadas no relatório anual de 2009 na Caixa - *Novas normas orientadoras para a gestão do risco de crédito*.

<sup>5</sup> Ou seja, a concentração de amortizações de títulos de dívida pública num determinado período. Os limites absolutos impostos à percentagem da carteira de dívida pública a vencer num prazo de 12 meses, 24 meses e 36 meses são, respetivamente, 25%, 40% e 50%.

<sup>6</sup> Segundo as NOGDP, a variação percentual do valor de mercado da carteira de dívida pública ajustada (carteira de dívida direta do Estado incluindo derivados financeiros, com exclusão das promissórias, da dívida de retalho, CEDIC e CEDIM) face à variação percentual das taxas de mercado não poderá ser inferior em mais de 0,5 nem superior em mais de 0,75 ao valor da variação percentual do valor de mercado da carteira de dívida pública face à variação percentual das taxas de mercado. Por outro lado, estabeleceu-se em 4% o limite indicativo da percentagem do valor nominal da carteira de dívida pública ajustada a reafixar ou vencer no prazo de uma semana.

<sup>7</sup> O que significa a exposição a uma divisa que não o euro. Neste domínio, a exposição cambial líquida tem de ser inferior a 10% e cambial primária inferior a 20%.

<sup>8</sup> Isto é, o risco de contraparte da negociação associado à contratação de operações com instrumentos derivados, de operações de reporte e de aplicações no mercado monetário.

derivados encontravam-se *IRS* (*swaps* de taxa de juro) no valor de 23,8 mil M€, representando 77% das operações efetuadas<sup>9</sup>, *CIRS* (*swaps* de taxa de câmbio) no valor de 5,3 mil M€<sup>10</sup> e *swaptions*<sup>11</sup> no montante de 500 mil euros.

**Tabela 5 – Carteira de derivados financeiros em 2012, por maturidade**  
(milhões de euros)

Instrumento	M€	0-2 anos	2-5 anos	5-10 anos	10-15 anos	>15 anos
<b>IRS</b>	23831	8250	5600	8101	1880	0
<b>CIRS</b>	5337	287	1090	3960	0	0
<b>SWAPTIONS</b>	500	0	0	0	0	500
<b>Total</b>	29668	8537	6690	12061	1880	500

Fontes: IGCP.

**13 A gestão ativa da carteira de dívida em 2012 baseou-se em expectativas quanto à evolução das taxas de juro a prazos longos.** Relativamente a *swaps* de taxa de juro, em 2012 registou-se uma nova contratação e a liquidação de 20 contratos (Tabela 6). A estratégia seguida teve por objetivo o aumento da duração da carteira de dívida pública e baseou-se na perspetiva de que as taxas de juro, sobretudo a prazos longos, tinham pouca margem para diminuições adicionais.<sup>12, 13</sup> Também foram contratadas operações de *swaps* de taxa de câmbio para reduzir a exposição cambial em virtude do empréstimo do FMI. Por último, foram emitidos e liquidados dois *swaptions* no valor de 200 mil euros.

**Tabela 6 – Transações de derivados financeiros em 2012**  
(milhões de euros)

Instrumento	Novos contratos		Liquidação antecipada		Total	
	Nº transações	M€	Nº transações	M€	Nº transações	M€
<b>IRS</b>	1	300	20	5450	21	5750
<b>CIRS</b>	4	1317	0	0	4	1317
<b>SWAPTIONS</b>	2	200	2	200	4	400

Fontes: IGCP.

**14 Em 2012, registaram-se excedentes de Tesouraria significativamente mais elevados que em anos anteriores.** No que se refere à gestão da tesouraria por parte do IGCP, destaca-se o aumento do saldo médio ocorrido em 2012. Com efeito, o saldo foi de 15,1 mil M€, em média, ao longo do ano, tendo em 2011 sido de 8,4 mil M€. Saliente-se que nestes valores estão incluídas as verbas referentes à recapitalização da banca.

<sup>9</sup> O *IRS* (*swap* de taxa de juro) consiste num acordo, entre duas partes de troca, de pagamentos de taxa de juro durante um determinado período de tempo. Este acordo destina-se, por isso, a transformar uma posição de taxa de juro fixa numa posição de taxa de juro variável (ou vice-versa). Os *swaps* de taxa de juro denominados *plain-vanilla* (i.e. cujas posições se encontram à partida devidamente balanceadas) são por excelência utilizados na gestão do risco de mercado.

<sup>10</sup> O *CIRS* (*swap* de taxa de câmbio) consiste num acordo entre duas partes, as quais acordam trocar duas moedas à taxa de câmbio *spot* em vigor à data da contratação e, simultaneamente, inverter a transação inicial, à taxa de câmbio *forward* pré-definida no final do prazo. Contrariamente ao *swap* de taxa de juro, este acordo implica a transação de capital.

<sup>11</sup> Contrato que garante a opção, e não a obrigação, de acionar um *swap* de taxa de juro previamente acordado.

<sup>12</sup> De forma a aumentar a duração da carteira de dívida pública foi favorecido um posicionamento a pagar taxa fixa nos prazos mais longos.

<sup>13</sup> A duração distingue-se da maturidade de obrigação, na medida em que esta última se refere ao momento em que a obrigação é reembolsada e extinta. A duração tem em consideração todos os fluxos gerados pela obrigação (capital e juros), bem como o momento em que estes são gerados, resultando na vida média ponderada, pelo peso de cada fluxo no valor da obrigação.