



Universidade Autónoma de Lisboa Luís de Camões

Departamento de Ciências Económicas e Empresariais e Tecnológicas

MESTRADO EM GESTÃO DE EMPRESAS
ESPECIALIDADE EM AUDITORIA CONTABILÍSTICA, FINANCEIRA E
ECONÓMICA

“A Dívida Soberana e os *Credit Default Swap* (CDS)”

Dissertação para a obtenção do grau de Mestre em Gestão de Empresas

Autora: Marta Sofia Basílio Amaral

Orientador: Prof. Dr. Henrique Morais

Dissertação ao abrigo do Novo Acordo Ortográfico

Lisboa, 2014

**Dedico esta dissertação aos meus heróis queridos que são os meus pais, porque sem eles
não seria quem sou.**

Agradecimentos

Gostaria de agradecer em primeiro lugar á minha família e ao meu namorado Miguel por todo o apoio que me deram e motivando-me sempre que desanimava.

Em segundo lugar queria agradecer ao Banco de Portugal por me ter fornecido informações importantes, incluindo os Relatórios do Conselho de Administração do mesmo. Queria também agradecer ao Banco Popular, por me terem fornecido os dados, porque sem eles não conseguiria fazer uma dissertação completa. Agradeço a todos os meus colegas e amigos do Departamento de Gestão de Risco, por todo o apoio que me deram.

Agradeço á Prof. Dra. Clara Santana Rita por ter disponibilizado parte do seu tempo para me ajudar na Revisão Bibliográfica.

Agradeço a todos os meus amigos, por me terem apoiado e por me ajudarem na formatação da presente dissertação.

Por último quero agradecer duma forma muito especial ao meu orientador, porque sem o seu otimismo, apoio e motivação não teria conseguido fazer a presente dissertação.

A todos um muito Obrigada.

Índice Geral

Abreviaturas ao longo da dissertação	7
Resumo.....	8
Abstract.....	9
1.Introdução	10
2. Metodologia	11
2.1. Instrumentos.....	11
2.3. Procedimentos	11
2.4. Processo de Análise	11
3. Dívida Soberana.....	12
3.1. Contextualização (2007 – Atualidade).....	13
3.2. Evolução e fatores que influenciam/condicionam a Dívida Portuguesa	17
4. Gestão do Risco da Dívida Pública.....	20
4.1. A Gestão da Dívida Pública	20
4.2. Objetivos de Gestão da Dívida Pública.....	21
4.3. Instrumentos de Dívida.....	22
5. Credit Default Swap	23
5.1. O que são e como funcionam os Credit Default Swap	24
5.2. Fatores que influenciam os Credit Default Swap	25
5.3. Credit Default Swap Sovereign (CDS Soberanos)	26
6. Análise do impacto dos acontecimentos políticos nacionais e internacionais.....	29
6.1. Acontecimentos Nacionais.....	29
6.2. Acontecimentos Internacionais e comparação com outros países	33
7. Conclusão.....	38
8. Bibliografia	39
 Ilustração 1 Diagrama típico de uma transação de CDS (Hull, 2010)	 24

Índice de Gráficos

Gráfico I <i>Yield</i> e CDS a 2 Y Portuguesa	30
Gráfico II <i>Yield</i> e CDS a 5 Y Portuguesa.....	31
Gráfico III <i>Yield</i> e CDS a 10 Y Portuguesa	32
Gráfico IV <i>Yield</i> a 2 anos Alemanha, Grécia e Portugal	34
Gráfico V <i>Yield</i> a 5 anos Alemanha, Grécia e Portugal	34
Gráfico VI <i>Yield</i> a 10 anos Alemanha, Grécia e Portugal.....	35
Gráfico VII Evolução do mercado do CDS na Alemanha	36
Gráfico VIII Evolução do mercado dos CDS na Grécia	36
Gráfico IX Evolução do mercado do CDS em Portugal.....	36

Índice de Anexos

Anexo 1 Lei da Dívida Pública Lei nº 7/98 de 3 de Fevereiro	42
--	-----------

Abreviaturas ao longo da dissertação

AIG - *American International Group*

BIS – *Bank for International Settlements*

Bp – *Bases points* (pontos base)

BT – Bilhetes do Tesouro

CDS – Credit Default Swap

D.R. – Diário da República

EBT – Especialista em Bilhetes do Tesouro

ECB/BCE - *European Central Bank*

EP – Empresas Públicas

EUA – Estados Unidos da América

EU/UE – União Europeia

FBCF – Formação Bruta de Capital Fixo

FED – Reserva Federal Americana

FMI – *International Monetary Fund*

G20 - As 20 principais economias avançadas e emergentes a nível global

IGCP – Agência de Gestão da Tesouraria e da Dívida Pública

ISDA – *International Swaps and Derivative Association*

MEDIP – Mercado Especial de Dívida Pública

OEVT – Operador Especializado em Valores do Tesouro

OMP – Operador de Mercado Primário

OT – Obrigações do Tesouro

OTC - *Over The Counter*

PAEF – Programa de Assistência Económica e Financeira

PEC – Plano de Estabilidade e Crescimento

PIB – Produto Interno Bruto

PPPC – Parcerias Públicas Privadas e Concessões

SCDS – *Credit Default Swap* Soberanos

Resumo

Ao longo das últimas décadas, a economia portuguesa registou vários desequilíbrios macroeconómicos, com consequências muito nefastas.

Nesse cenário, não foi de admirar que o país se encontrasse particularmente frágil quando a Europa e o Mundo foram confrontados com uma das maiores crises financeiras de que há memória. O passo seguinte, como se sabe, foi a crise da dívida soberana, particularmente penosa para países como Portugal e a Grécia.

A crise da dívida soberana trouxe ao centro das atenções mediáticas os chamados *credit default swap*, cuja essência é serem seguros de proteção dos investimentos, em particular em títulos da dívida pública.

Estes instrumentos, que conceptualmente deveriam ser de cobertura de riscos, rapidamente se tornaram em canais de especulação contra um país, através da sua dívida. O meu trabalho pretende analisar o comportamento do mercado da dívida soberana nos últimos anos e o papel que os *credit default swap* tiveram a esse propósito, nomeadamente nos períodos mais conturbados que antecederam o chamado Programa de Ajustamento Económico.

Pretendo ainda relevar a forma como alguns acontecimentos políticos, a nível nacional mas também internacional, influenciaram o comportamento destes mercados, isto é, o custo adicional que o Estado português e todos os contribuintes tiveram de pagar pela emissão de dívida pública.

Abstract

The recent decades, the Portuguese economy experienced several macroeconomic imbalances, with very negative consequences.

In this scenario, it was not surprising that the country is found particularly fragile when Europe and the world were faced with a major financial crisis in living memory. The next step, of course, was the sovereign debt crisis, particularly painful for countries like Portugal and Greece.

Sovereign debt crisis has brought to the center of media attention the so-called credit default swaps, whose essence is to be safe for the protection of investments, particularly in government bonds.

These instruments, that conceptually should be hedging, quickly turned into channels of speculation against a country through its debt. My work aims to analyze the behavior of the sovereign debt market in recent years and the role that credit default swaps had in this regard, particularly in the most troubled periods preceding the call of Economic Adjustment Program.

Still intend to reveal how some political developments at national but also at international level, influenced the behavior of these markets, i.e., the cost that the Portuguese State and all taxpayers have to pay for the issuance of public debt.

1.Introdução

A presente dissertação foi realizada no âmbito do Mestrado em Auditoria, Contabilística Económica e Financeira e seu tema recai sobre a Dívida Soberana e os *Credit Default Swap*.

Esta dissertação tem como intuito analisar até que ponto os acontecimentos políticos e económicos têm impacto nas taxas de rendibilidade da dívida pública de Portugal (*yields*) e nos prémios dos respetivos *credit default swap*. Para o efeito, entendi que era fundamental compreender a evolução da dívida portuguesa ao longo dos tempos, bem como o respetivo perfil de risco. Julguei ainda analisar o mercado dos *credit default swap*, qual a importância deste tipo de instrumentos financeiros e as suas características e, por fim, a sua evolução nos mercados financeiros.

Esta dissertação encontra-se dividida em quatro partes. Na primeira parte é apresentada a evolução da economia portuguesa desde 2007 até aos dias de hoje (2013). Neste capítulo são apontadas algumas fragilidades que a economia portuguesa tem vindo a evidenciar. Estas fragilidades contribuíram, de uma forma direta, para que nos encontrássemos, a partir de 2011, numa das maiores crises financeiras de que há memória.

Na segunda parte falamos da Dívida Pública e da sua gestão, qual a sua importância nos dias de hoje e para que serve.

Na terceira parte analisamos os *Credit Default Swap*, começando por explicar como funcionam e quais os fatores que influenciam este tipo de produtos financeiros que, embora recentes, têm tido um forte impacto nos mercados financeiros. Ainda neste capítulo temos uma perceção de como estes foram acompanhando o mercado de dívida portuguesa e alemã. A dívida alemã foi escolhida por ser o país central na área do euro, contra quem se fazem todas, ou quase todas, as comparações.

Por fim no último capítulo é feita uma análise dos acontecimentos políticos nacionais e internacionais que foram escolhidos pela perceção do seu eventual impacto na sociedade portuguesa e nos des(equilíbrios) dos mercados em análise. Esta análise é feita através de gráficos com dados retirados do site da *Bloomberg*.

2. Metodologia

Versando a presente dissertação a análise do mercado da dívida soberana e da forma como o risco é traduzido pelos *Credit Default Swap* (CDS) sobre a dívida optei por utilizar gráficos para uma interpretação mais clara.

2.1. Instrumentos

Para a realização desta dissertação tivemos de recorrer ao site oficial da *Bloomberg*.

2.3. Procedimentos

Os dados recolhidos têm por base as taxas de rendibilidade da dívida portuguesa a 2, 5 e a 10 anos assim como os respetivos CDS.

Reportam-se ao período de 27 de Abril de 2007 a 16 de Agosto de 2013.

2.4. Processo de Análise

O processo de análise teve por base várias pesquisas sobre o que eram os *Credit Default Swap* e como estes se movimentavam no mercado, nomeadamente através da consulta de relatórios da União Europeia e do Fundo Monetário Internacional.

3. Dívida Soberana

A economia portuguesa sofreu desequilíbrios macroeconómicos ao longo das últimas décadas, que, de uma forma geral, influenciam negativamente a evolução da dívida pública portuguesa.

Recuando quase 30 anos, após a entrada para a Zona Euro, Portugal beneficiou de um comércio mais aberto e de livre circulação de mercadorias, induzindo que os nossos produtos pudessem circular de uma forma mais livre dentro da Zona Euro. A economia portuguesa tornou-se assim mais aberta e fortemente integrada a nível económico e financeiro, o que à partida parecia ser um caminho positivo para a evolução do país.

Porém, esta abertura trouxe também algumas consequências inesperadas para a economia, nomeadamente porque ficámos mais expostos à concorrência de outros produtores, num movimento que se tornou mais significativo com o avanço da globalização e a integração das economias do Leste da Europa após a queda do muro de Berlim.

Num ápice, a economia ocidental que oferecia melhores condições em matéria de custo de trabalho via surgir outros atores com um potencial bastante significativo a nível produtivo e com custos de mão-de-obra ainda mais baixos do que Portugal.

“É certo que houve factores externos desfavoráveis entre os quais integramos o alargamento a Leste e a política monetária do banco central europeu (BCE). O alargamento da UE a Leste acentuou a pressão competitiva sobre a nossa economia designadamente em segmentos industriais, tanto em países terceiros como no nosso próprio país, conduzindo a reduções drásticas da sua base produtiva ou simples destruição; ao mesmo tempo que novos países se assumiam como uma alternativa mais favorável para o investimento internacional”. (Farto, 2012)

Mais recentemente, em 2007, começa a crise financeira com a crise do *Sub-prime* nos EUA. Esta deveu-se ao elevado crédito hipotecário. Porém a crise piorou com a crise bancária tanto a nível dos EUA como da Europa que originou a crise bancária a nível global. No ano seguinte, em Setembro, dá-se a falência de um dos principais bancos de Investimentos dos EUA, a *Lehman Brothers*, que fez com que a crise se agravasse ainda mais. Com esta falência a Reserva Federal Americana (FED) teve de tomar medidas para que não prejudicasse ainda mais os outros bancos.

“O FED teve de intervir de uma forma maciça através da abertura das janelas de liquidez e da compra de ativos hipotecários. Nos EUA, o Tesouro teve de recapitalizar uma grande parte dos bancos, enquanto que na

Europa alguns países também tiveram de fazer o mesmo ou de prestar garantias para os créditos bancários. Em quase todos esses países o Estado teve de estender o seguro de depósitos a todo o sistema bancário e nos EUA até aos fundos de tesouraria.” (Mateus, Abril de 2013)

A falência do Banco de Investimento norte-americano deixou a nu uma das grandes fragilidades da economia portuguesa, que se vinha materializando sobretudo desde a adesão à então Comunidade Económica Europeia: o sobre-endividamento do Estado, das empresas e das famílias, num contexto de fácil, e barato, acesso ao crédito.

“Pode-se perguntar por que a extensão da crise tomou especificamente a forma de uma crise das dívidas públicas. Como as famílias estão excessivamente endividadas, o aumento de suas dívidas, panaceia dos anos 2000 até à crise, não pode mais ser considerado como alternativa. O sistema financeiro, profundamente atingido pela crise, permanece em uma situação difícil, pouco inclinado a conceder empréstimo às famílias. Disto resulta a redução durável do crédito (*o credit crunch*). O défice orçamentário aparece então como a única opção para sustentar a demanda. Essa situação não é a da Europa considerada em sua totalidade” (Duménil e Lévy, 2010)

3.1. Contextualização (2007 – Atualidade)

A economia portuguesa é uma economia pequena e fortemente integrada em termos económicos e financeiros, o que faz com que o seu comportamento dependa fortemente do enquadramento externo. Assim, qualquer choque externo provoca significativas/consideráveis alterações na economia.

Na segunda metade do ano 2007, a economia portuguesa ficou marcada por alguns acontecimentos externos, nomeadamente a turbulência que se fez sentir nos mercados internacionais assim como a rápida desaceleração da economia norte-americana e a intensificação do aumento do preço do petróleo e das matérias-primas alimentares.

“... o crescimento do PIB em 2007 deverá situar-se em 1.9 por cento, o valor mais elevado dos últimos seis anos. Este crescimento continuou, no entanto, a ser um dos mais baixos no contexto da UE, refletindo um crescimento tendencial inferior ao observado em ciclos económicos anteriores. Deste modo, e em contraste com as restantes economias com rendimentos *per capita* inferior à média da UE, a economia portuguesa não observou na última década um processo de convergência real com a UE.” (Banco de Portugal, 2007)

“O crescimento tendencial do PIB *per capita* e, em particular, da produtividade é um elemento determinante do nível de bem-estar de uma sociedade no longo prazo. (...) O baixo crescimento tendencial da produtividade na economia portuguesa nos últimos anos está associado, entre outros fatores, à inadequação do

quadro institucional vigente, (...) num contexto de crescentes pressões concorrenciais a nível global e de preponderância de inovações tecnológicas enviesadas para os trabalhadores mais qualificados.” *Idem*

Uma economia aberta faz com que a mesma sofra com os vários choques derivados de vários acontecimentos. Porém, existem acontecimentos que poderão afetar indiretamente a economia, mais precisamente, o sistema bancário. O *sub-prime* norte-americano teve um impacto negativo no sistema bancário português uma vez que condicionou o mercado para financiamento por grosso (e aumentou o custo desse financiamento) e reduziu o valor das carteiras de ativos dos bancos portugueses, associados ao mercado de capitais.

“os efeitos da interação entre turbulência financeira e a desaceleração económica a nível global têm implicações desfavoráveis sobre a procura externa dirigida à economia portuguesa, (...) No entanto, dado o habitual gradualismo dos mecanismos de propagação de choques ao conjunto da economia, a turbulência nos mercados financeiros internacionais não terá, (...) impacto significativo sobre o crescimento da economia portuguesa em 2007. (...) a turbulência nos mercados financeiros internacionais tem um impacto direto sobre o sistema bancário, em particular dado que o seu epicentro se encontram os mercados de dívida em que as instituições financeiras de economias avançadas se financiam.” *Idem*

“No atual enquadramento, os principais riscos para o crescimento económico em Portugal encontram-se intrinsecamente relacionados com a duração, extensão e implicações da atual turbulência nos mercados financeiros e a atividade económica a nível global. (...) No sentido de assegurar um reinício sustentado de convergência real da economia portuguesa com a média da UE, afigura-se particularmente premente a adaptação de medidas que incentivem os agentes económicos a um maior investimento em capital físico e humano.” *Idem*

Em 2008 regista-se a mais profunda recessão económica da história recente. Esta recessão vai afetar duma forma direta a economia portuguesa uma vez que esta está fortemente integrada a nível económico e financeiro. Consequentemente provocou uma forte queda da procura externa e um agravamento das condições de financiamento externo das empresas e famílias.

“A intensificação e globalização da crise financeira no final de 2008, na sequência do banco de investimento *Lehman Brothers*, ocorreu num quadro de desaceleração da atividade económica em várias economias avançadas desde meados de 2007” (Banco de Portugal, 2008)

Esta crise juntou vários países, incluindo Portugal, com o intuito de tomar medidas para lhe fazer face. Estas medidas terão como principal objetivo apoiar o sistema financeiro e estimular a atividade económica, o que se esperava viesse, a longo prazo, aumentar a

confiança dos agentes económicos no sistema financeiro. Porém as medidas que foram tomadas suscitaram algumas preocupações relativamente à sustentabilidade das finanças públicas em algumas economias avançadas, provocando pressões ascendentes sobre as taxas de rendibilidade (*yields*) das dívidas soberanas.

“... aumento dos diferenciais de rendibilidade a longo prazo da dívida pública tem constituído uma penalização adicional sobre os custos de financiamento dos agentes económicos nestes países.” *Idem*

Em 2009 começaram a verificar-se sinais positivos das medidas anteriormente tomadas.

“No quadro de crise económica e financeira a nível global, e de acordo com as estimativas do Banco de Portugal, a economia portuguesa apresentou uma estagnação em 2008, após um crescimento de 1.8 por cento no ano anterior. Do lado da procura, a desaceleração da atividade económica em 2008 resultou da virtual estabilização do crescimento do consumo privado e do menor dinamismo das restantes componentes da procura global, com particular destaque para a Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) e para as exportações, num contexto de deterioração crescente das perspetivas de procura nos mercados interno e externo. (...) a evolução do PIB *per capita* foi marcada pelo contributo negativo da produtividade total dos fatores, o que contrasta com contributos positivos nos anos anteriores.” *Idem*

O final do ano 2008 e meados de 2009 fica marcado pela queda acentuada dos fluxos do comércio mundial, o que se ficou a dever em grande medida à crise financeira. Esta quebra no comércio mundial refletiu-se na economia portuguesa, tanto nas exportações de diversos bens, como também na desaceleração das importações. Consequentemente o défice externo aumentou significativamente.

A crise financeira que se instalou em 2008, inicialmente nos EUA, rapidamente se alastrou às economias avançadas e emergentes, o que provocou um agravamento nas condições de financiamento a nível global. Contudo, esta crise fez com que aumenta-se a incerteza e aversão ao risco por parte dos agentes económicos, provocando assim uma queda acentuada da procura agregada e dos fluxos do comércio mundial. A elevada queda da procura e os baixos níveis de utilização induziu uma queda dos preços dos bens transacionados.

“A economia portuguesa, (...) foi diretamente afetada por estes desenvolvimentos, nomeadamente através da queda acentuada da procura externa, da deterioração das condições de financiamento das famílias e empresas e, em geral, do aumento da aversão ao risco e da incerteza dos agentes económico” *Idem*.

Ao longo dos anos a economia portuguesa tem vindo acumular vários desequilíbrios macroeconómicos, que enquanto não conseguir resolve-los terá sempre fragilidades.

“... duas dimensões Inter-relacionadas (...) a persistência de um défice orçamental muito elevado, designadamente em termos estruturais. Por outro lado, a manutenção de elevadas necessidades líquidas de financiamento da economia, ainda que em ligeira diminuição face ao ano anterior. Estes dois fatores, conjugados com a persistência de um baixo crescimento tendencial da economia, contribuíram *inter alia* para avolumar as dúvidas dos investidores internacionais sobre a sustentabilidade das finanças públicas e sobre a dinâmica intertemporal da dívida externa. Estas dúvidas conjugadas com o agravamento generalizado das tensões nos mercados de dívida soberana no final de 2010 me início de 2011, acabaram por tornar inevitável o pedido de assistência internacional” (Banco de Portugal, 2010)

Esta crise juntou bancos centrais e governos de vários países para tomarem medidas que estabilizassem o sistema financeiro e que incentivassem e apoiassem a atividade económica.

Estas medidas começaram a fazer efeito, embora significativo, nos mercados financeiros que por sua vez fez desenvolver a atividade económica a nível mundial, no segundo trimestre de 2009.

Para além do já exposto, Portugal encontra-se com algumas fragilidades que condicionam duma forma indireta o seu desenvolvimento. Essas fragilidades são a educação e a justiça. Conforme o Relatório do Banco de Portugal (2009) A educação em Portugal está condicionada pelo número médio de anos de escolaridade e pelos resultados em testes comparativos internacionais, esta fragilidade condiciona duma forma direta o crescimento da produção de trabalho e a aceitação/adaptação das novas tecnologias. A justiça por sua vez é demorada e por vezes ineficaz, dificultando o investimento das empresas e desincentivando o investimento internacional em Portugal.

Estes fatores condicionam a uma rápida adaptação da economia e á integração dos jovens ao mercado de trabalho, assim como do investimento.

“Portugal caracteriza-se por um grau relativamente baixo de assegurar o cumprimento das relações contratuais no contexto das economias avançadas”. *Idem*

3.2. Evolução e fatores que influenciam/condicionam a Dívida Portuguesa

“A forte deterioração económica a nível mundial – com o potencial de se poder transformar numa Grande Depressão por via de uma espiral de efeitos sistémicos decorrentes da interação entre as crises económicas e financeiras” (Banco de Portugal, 2009)

Para fazer face a esta crise os bancos centrais em conjunto com alguns governantes de vários países tomaram um conjunto de medidas, nomeadamente Orçamentais e Monetárias.

No que diz respeito às Medidas Orçamentais, salienta-se as cedências de garantias, e nalgumas situações, injeção de capital nos bancos. Estas medidas tiveram como intuito estabilizar e estimular a economia. Consequentemente, provocaram um aumento considerável dos défices orçamentais e das dívidas públicas, em boa parte dos países.

Quanto às Medidas Monetárias, mantiveram-se as taxas de juro em níveis próximos de zero. Porém vários bancos centrais mantiveram as políticas convencionais, nomeadamente a aquisição de títulos de dívida pública/privada e o aumento da maturidade das operações de cedência de liquidez. Por conseguinte, a procura foi estimulada provocando uma diminuição da incerteza dos agentes económicos e reduzindo o risco sistémico nos mercados financeiros.

“A recessão da economia portuguesa em 2009 foi a mais profunda das três últimas décadas, observando-se uma forte queda do emprego e um aumento da taxa de desemprego para máximos históricos.” *Idem*

Como se tinha vindo a verificar desde que Portugal entrou para a União Europeia, o fácil acesso ao financiamento externo por parte dos bancos portugueses, “arrastou” uma maior facilidade de endividamento por parte das famílias e das empresas. Porém, com o “rebentar” desta crise e as medidas que foram adotadas para minimizar o seu impacto, os investidores internacionais começaram a ter incertezas em relação à sustentabilidade das finanças públicas, uma vez que Portugal apresentava várias fragilidades estruturais, nomeadamente um elevado défice orçamental e uma dívida pública muito elevada.

“Os efeitos de contágio associados à preocupação quanto à sustentabilidade da situação orçamental na Grécia contribuíram para exacerbar este movimento, refletindo-se numa significativa reavaliação e diferenciação do risco soberano, com destaque para vários países da área do euro, incluindo Portugal.” *Idem*

Para fazer face a estas especulações, Portugal tomou medidas orçamentais a médio prazo através do PEC.

“... atualização do Programa de Estabilização e Crescimento de Março de 2010. Esta atualização prevê a correção da situação de défice excessivo até 2013, através de um conjunto concreto de medidas do lado da receita e da despesa.” *Idem*

Estas medidas seriam para continuar até conseguirmos corrigir o excessivo défice de forma sustentável.

“Os diferenciais de rendibilidade da dívida pública de Portugal face à Alemanha aumentaram acentuadamente a partir de meados de Abril, sendo catalisados por efeitos de contágio decorrentes da incerteza relativa à implementação e adequação do programa de apoio financeiro à Grécia pelos Estados-membros da área do euro. Estes desenvolvimentos refletiram-se nos custos de financiamento do sistema bancário, tendendo a repercutir-se nas condições de financiamento dos restantes agentes económicos.” *Idem*

O Programa de Estabilidade e Crescimento (PEC) de Março de 2010 tinha como intuito tentar eliminar os desequilíbrios macroeconómicos que se tinham vindo a verificar ao longo dos anos na economia portuguesa. Esses desequilíbrios estão relacionados com a sustentabilidade das finanças públicas e com os bloqueios estruturais que não contribuem para o crescimento económico.

“... a importância das medidas preconizadas decorre, em primeiro lugar, da necessidade de criar bases para garantir um crescimento mais equilibrado e sustentado no médio e longo prazo. Os riscos em torno do Programa não são negligenciados – incluindo alguns de natureza externa, nomeadamente a possibilidade de eventuais desenvolvimentos económicos e financeiros adversos a nível internacional, bem como a incerteza em torno da resolução institucional dos mecanismos de assistência financeira no contexto europeu.” *Idem*

“O esforço de consolidação orçamental ao longo de 2010 revelou-se claramente insuficiente face à magnitude do desequilíbrio orçamental. O défice das administrações públicas em 2010 (...) situou-se em 9.1 por cento, face a 10.1 por cento em 2009. (...) o rácio da dívida pública cresceu significativamente, atingindo um nível historicamente elevado. Tanto o défice como a dívida pública situaram-se acima dos objetivos anunciados pelas autoridades” (Banco de Portugal, 2010)

Nesta altura há que referir que Portugal já começava a ter restrições nas condições de financiamento nos mercados internacionais de dívida por grosso de médio e longo prazo.

“... o sistema bancário assegurou uma parte significativa do financiamento do sector público em 2010, tornando-se ainda mais dominante no decurso dos primeiros meses de 2011. Adicionalmente, o sector público beneficiou do programa do Eurosistema de aquisição de títulos de dívida de países da área do euro.” *Idem*

A crise da dívida soberana na área do euro fez com que a UE viesse reforçar a estrutura de governação em matéria económica. Contudo, os instrumentos que estão disponíveis na UE não ajudam a diminuir os níveis de dívida pública mas pelo contrário aumentam os desequilíbrios macroeconómicos.

“... o Conselho da União Europeia (Ecofin), em Março de 2011, chegou a um acordo quanto à abordagem geral de um pacote de propostas legislativas que pretendem reforçar a disciplina orçamental dos países e alargar a supervisão de políticas económicas. O pacote inclui quatro propostas que pretendem reforçar o Pacto de Estabilidade e Crescimento da UE, nomeadamente tendo como objetivo:

- A melhoria da supervisão das políticas orçamentais e económicas (...)
- A aplicação mais consistente de medidas de coação aos países não cumpridores (...)
- A introdução de disposições nos sistemas orçamentais nacionais, nomeadamente de forma a garantir que: os objetivos de coordenação orçamental da UE sejam refletidos nos sistemas de enquadramento orçamental de cada país (...)

O pacote de governação económica inclui ... propostas que abordam os desequilíbrios macroeconómicos na UE e focam, ... , a prevenção e correção dos desequilíbrios e as medidas de coação para correção dos desequilíbrios. (...) Se o desequilíbrio for considerado excessivo, o país deverá adotar um plano de correção do mesmo num período determinado. O não cumprimento das recomendações pode levar à aplicação de sanções.” *Idem*

“Foram fixados três indicadores, nomeadamente (i) os níveis de dívida e défice públicos; (ii) a taxa de poupança e o nível de dívida privados e (iii) o défice externo e os fluxos de investimento e transferências internacionais, que deverão também ter em conta a taxa de câmbio e as restantes políticas macroeconómicas, incluindo a monetária e orçamental.” *Idem*

Desde que a crise começou até à atualidade, a economia tem vindo a apresentar várias fragilidades a nível orçamental e os mercados financeiros continuam a deteriora-se. O agravamento da crise da dívida soberana na área do euro faz com que Portugal e a Irlanda começassem a perder o acesso aos mercados internacionais o que fez com que estes tivessem que recorrer à Assistência Financeira Internacional em 2011, conforme havia ocorrido na Grécia no ano anterior.

4. Gestão do Risco da Dívida Pública

Em Portugal, a gestão da dívida pública está a cargo do IGCP (Agência de Gestão da Tesouraria e da Dívida Pública), tendo como principais funções gerir a tesouraria e o financiamento da dívida pública direta do Estado assim como a emissão da mesma.

Segundo o IGCP, existem dois importantes instrumentos de emissão de dívida pública, as Obrigações do Tesouro (OT) e os Bilhetes de Tesouro (BT), embora existam mais instrumentos, designadamente os Certificados de Aforro (cuja emissão foi interrompida em Setembro de 2012 e retomada já em 2013) e outros instrumentos que são usados no financiamento a curto prazo, como é o caso das *repo* financeiras.

Trata-se de instrumentos que funcionam em mercado primário.

O mercado Primário é o mercado em que são lançados as emissões de dívida com o intuito de financiar o Estado/empresa. Ao contrário do mercado secundário, que é onde ocorre a negociação, este terá como intuito fazer dinheiro com as emissões lançadas no mercado primário. A bolsa de Valores é considerada um mercado secundário uma vez que nesta é que ocorrem as negociações.

4.1. A Gestão da Dívida Pública

“A gestão da dívida inclui a emissão de instrumentos de dívida para a obtenção de financiamento e a execução de outras operações (amortização antecipada, recompras, operações de reporte e operações com derivados financeiros), com o objetivo de alterar a estrutura da carteira de dívida existente.

Não existe na Lei qualquer limitação em relação à natureza dos instrumentos financeiros que podem ser usados como forma de financiamento. No entanto, o objetivo de aumentar a liquidez da dívida pública levou a uma progressiva concentração do financiamento na emissão de um número reduzido de instrumentos standardizados, nomeadamente, Obrigações do Tesouro (OT). A emissão de Bilhetes de Tesouro (BT) é, desde 2003, outra das importantes fontes estruturais de financiamento.” IGCP, 2013 (Acedido em 26/07/2013)

Porém:

“O quadro legal que regula a emissão da Administração Central e a gestão da dívida pública inclui, como principais instrumentos legais, a Lei Quadro da Dívida, as Leis do Orçamento do Estado e os Estatutos do IGCP, E.P.E.

De acordo com esta legislação, é da responsabilidade do IGCP, E.P.E. a negociação e execução de todas as transações financeiras relacionadas com a emissão de dívida da Administração Central e com a gestão da carteira de dívida, em conformidade com as linhas de orientação aprovadas pelo Ministro das Finanças.” *Idem*

Estas medidas terão sempre que ser aprovadas pela Assembleia da República uma vez que esta tem competências políticas, legislativas e de fiscalização (Constituição Portuguesa artº 161 e 162).

O orçamento de estado é um documento em que o governo que está no momento no poder estabelece limites de dívida e também de emissão flutuante de dívida, isto é a dívida que é contraída e que será amortizada até ao fim do orçamento, para o ano. Porém este documento terá que passar com aprovação pela Assembleia da República.

“As linhas de orientação permanentes do Ministro das Finanças (Normas Orientadas para a Gestão da Dívida Pública) incluem a definição de uma estrutura *benchmark* de longo prazo para a composição da carteira de dívida, que reflete objetivos específicos quanto aos riscos da taxas de juro, taxa de câmbio e refinanciamento traduzidos em indicadores como a *duration*, o perfil de reembolso e o perfil de refixação de cupões. Este *benchmark* é tomado como estrutura de referência para a avaliação do custo/performance da carteira de dívida e para a definição de limites para o risco de taxa de juro, risco cambial e risco de refinanciamento em que a gestão da dívida pode incorrer.” *Idem*

“Embora o aumento da dívida pública decorra essencialmente da necessidade de financiar o défice das administrações públicas, existem outros factores que podem influenciar a variação da dívida pública, em termos absolutos. O ajustamento défice-dívida corresponde à diferença entre o défice e a variação da dívida num dado período e a sua análise constitui um elemento fundamental para assegurar a coerência entre estes dois indicadores de finanças públicas” (Conselho das Finanças Públicas, 2013)

4.2. Objetivos de Gestão da Dívida Pública

“Os objetivos estratégicos da gestão da dívida pública direta e do financiamento do Estado estão explicados na Lei Quadro da Dívida (Lei nº7/98 de 3 de Fevereiro, na redação introduzida pelo artigo 81º da Lei nº87-B/98, de 31 de Dezembro) (anexo 1), que define que estas atividades devem assegurar os recursos financeiros necessários à execução do Orçamento do Estado e devem ser conduzidas de forma a:

- Minimizar o custo direto e indireto da dívida pública numa perspetiva de longo prazo
- Garantir uma distribuição equilibrada dos custos da dívida pelos orçamentos de diversos anos
- Prevenir uma concentração excessiva de amortizações num determinado período
- Evitar riscos excessivos
- Promover um funcionamento eficiente e equilibrado dos mercados financeiros.” (IGCP, 2013)

“O recurso ao endividamento público direto deve conformar-se com as necessidades de financiamento geradas pela execução das tarefas prioritárias do Estado, tal como definidas na Constituição da República

Portuguesa, salvaguardar, no médio prazo, o equilíbrio tendencial das contas públicas". Regime Geral da Emissão e Gestão da Dívida Pública (1998) (anexo 1).

Tendo como base a presente lei e a informação disponibilizada pelo IGCP, constatamos que a emissão da dívida pública acontece quando as receitas Orçamentais não são suficientes para garantir o financiamento do país. Porém esta situação origina um excesso de despesa face à receita Orçamental de um determinado ano, o que é equivalente ao Défice Orçamental que tende a ser igual à nova dívida emitida no ano. Contudo, a diferença entre receitas e despesas Orçamentais não são a única explicação para a variação da dívida pública, uma vez que existem mais componentes que fazem variar a necessidade de financiamento e que provocam um aumento/ redução de emissão de dívida.

4.3. Instrumentos de Dívida

“O desenvolvimento de um Programa de Troca de Dívida Pública passou a constituir, desde 2001, uma componente de estratégia de gestão da dívida do Estado Português com vista a aumentar a liquidez da dívida e como instrumento de gestão do risco de refinanciamento. (...) a dívida pública portuguesa integra um conjunto de instrumentos que, atendendo à sua pequena dimensão, ao facto de terem cupões desalinhados com as yields de mercado ou ao tipo de mercados em que foram emitidas, apresentam uma liquidez reduzida”. IGCP, 2013 (Acedido em 26/07/2013)

Desde meados de 1999 que o Estado se tem vindo a financiar, principalmente, com base em três instrumentos: Obrigações do Tesouro (OT); Bilhetes do Tesouro (BT) mais usuais e por último os Certificados do Tesouro (CT), que deixaram de ser emitidos em Setembro de 2012. Porém o instrumento que é mais usual para satisfazer as necessidades do Estado para obter financiamentos são as OT. Estes instrumentos são transacionados em mercados primários.

“As OT são valores mobiliários de médio e longo prazo, cuja emissão se efetua através de operações sindicadas, leilões ou por operações de subscrição limitada (tapping)”. *Idem*

Este tipo de instrumento, são negociados no mercado nacional através do Mercado Especial da Dívida Pública (MEDIP), e no mercado internacional através da plataforma internacional *EuroMTS*. Para que este tipo de negociação seja feito as OT terão de ser asseguradas por um conjunto de instituições financeiras, uma vez que são estas que têm o

estatuto de Operador Especializado em Valores do Tesouro (OEVT) ou de Operador de Mercado Primário (OMP).

Um instrumento também importante no financiamento do Estado e de intervenção monetária são os BT.

“Os 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”. *Idem*

Os BT são colocados no mercado através dos Especialistas em Bilhetes do Tesouro (EBT) que têm como função garantir a distribuição (nacional e internacional) de forma a garantir a liquidez no mercado.

Por último temos os Certificados do Tesouro:

“Os Certificados do Tesouro criados pela RCM nº 40/2010, de 11 de Junho (D.R. 1ª série nº112/2010, de 11 de Junho) e suspensa a sua subscrição com a publicação da Instrução nº2 –A/2012 de 30 de Agosto (D.R. nº169, 2,ºSuplemento, II Série de 31 de Agosto)”. *Idem*

Estes três instrumentos financeiros que foram referidos atrás são os mais importantes para que o Estado se financie. Porém existem mais recursos que o Estado usa para se financiar a curto prazo. Estes financiamentos normalmente surgem sempre que existem acontecimentos inesperados e que o Estado tenha que recorrer para fazer face a essa necessidade de curto prazo é o caso das *repo* de financiamento que ocorrem esporadicamente entre as Instituições (IGCP, OEVT e EBT).

5. Credit Default Swap

“A Credit Default Swap (CDS) is a bilateral agreement designed explicitly to shift credit risk between two parties. In a CDS, one party (protection buyer) pays a periodic fee to another party (protection seller) in return for compensation for default (or similar credit event) by a reference entity” (ISDA, 2010)

Conforme *Credit Default Swap – Pricing, Valuation and Investment Application* (2010), entre 1998 e 1999, a *International Swap and Derivative Association* (ISDA) cria os contratos padrão dos *Credit Default Swap* (CDS). Conforme *Patrick Augusttin* (Abril 2012) estes

produtos de seguros, passaram duas décadas de elevado crescimento, abrangendo um mercado de dinheiro subjacente de cerca 40 biliões de dólares em 2011 o que representava uma parte importante na economia.

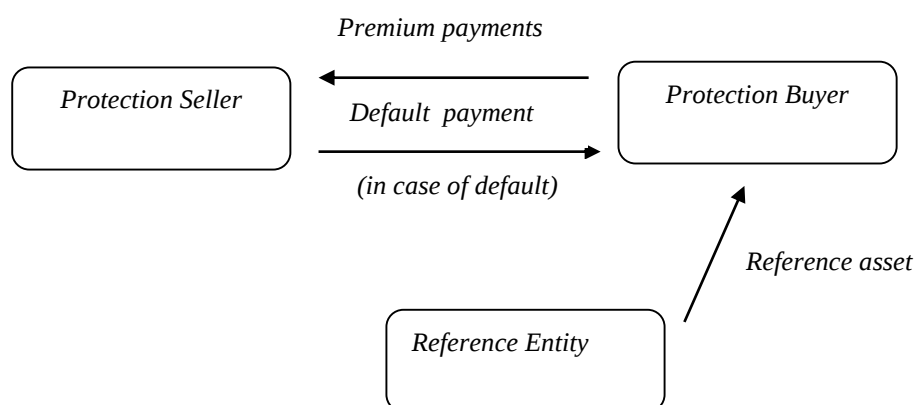
Estes instrumentos são transacionados nos mercados não regulamentados (OTC *Over The Counter*).

5.1. O que são e como funcionam os *Credit Default Swap*

Os CDS são instrumentos financeiros que funcionam como uma espécie de seguro, que uma entidade faz para salvaguardar o seu investimento, em caso de incumprimento de uma dívida específica, falência ou ocorrência de outro evento de crédito. Em contrapartida, o comprador do CDS terá que fazer pagamentos periódicos durante a vida do CDS ao vendedor da proteção (CDS). Em caso de incumprimento, falência ou outro evento de crédito, o vendedor da proteção, neste caso do CDS, terá a obrigação de compensar a perda do comprador dos contractos (Ilustração 1).

Neste mesmo conceito surge um outro, os CDS soberanos (SCDS) que foram desenvolvidos em resposta à necessidade de usar instrumentos flexíveis de cobertura e comercialização dos riscos de crédito soberano. Todavia qualquer entidade poderá adquirir e transferir o CDS sem que haja uma relação de propriedade do crédito ou de título associado a este instrumento financeiro.

Ilustração 1 Diagrama típico de uma transação de CDS (Hull, 2010)



Conforme *Alessandro Fontana and Martin Scheicher* (Maio 2011), num contrato de CDS padrão sobre a dívida pública ou empresarial, duas partes entram num acordo quando termina, quer no vencimento, ou antes, quando ocorre um “evento de crédito”, previamente

especificado, e é acionada a proteção (CDS). Conforme estes autores, a *International Swaps and Derivatives Association* considera três importantes eventos de crédito:

Falha no principal pagamento do cupão quando são devidos: Assim, já o não pagamento de um cupão pode representar um evento de crédito, embora mais provável com uma alta recuperação (*i.e* “*technical default*”).

Reestruturação: que consubstancia uma alteração às condições iniciais da dívida, tanto através de uma modificação do prazo, como da taxa de juro, entre outras. Repúdio ou moratória no pagamento. Como na maioria dos contratos de CDS, os CDS soberanos normalmente servem de instrumentos de negociação. Os investidores geralmente usam os CDS soberano para cobertura do risco associado à dívida do país, para arbitragem entre o mercado da dívida soberana e os CDS ou ainda para especulação pura (ou *relative-value trading*, isto é, posição curta num país e longa noutro).

Teremos que ter sempre atenção que para além do risco de *default* de um país, existe um número adicional de fatores que poderão influenciar a informação dos CDS premia.

“This instrument is essentially an insurance contract against the default of an underlying entity. Compensation is paid if a credit event occurs while in return the buyer of protection makes regular payments based on the swap premium” (Ericsson, Jacobs and Oviedo, 2005)

5.2. Fatores que influenciam os *Credit Default Swap*

Os CDS começam a ter relevância e mereceram atenção por parte dos economistas após o *sub-prime* dos Estados Unidos e a falência da *Lehman Brother*, que originou a crise mundial em 2008 até a atualidade.

Conforme Credit Default Swaps on Government Debt: Potential Implications of the Greek Debt Crisis (Abril 2010), A crise que silenciosamente evoluiu ao longo dos anos tem demonstrado que os banqueiros de *Wall Street*, agindo isoladamente ou em conjunto com os seus clientes, têm o potencial de destabilizar não apenas um único país, mas toda uma região económica, especialmente se as transações distorcerem a transparência ou aumentarem a especulação.

Os CDS são instrumentos financeiros adequados quando utilizados para fins de cobertura genuínos. Porém, quando estes mesmos instrumentos são usados para fins

especulativos, estes têm o potencial para se tornar num cavalo de tróia e infetarem os nossos mercados.

As agências de *rating* contribuíram muito para a nossa recente crise financeira ao não classificar adequadamente as obrigações de dívida garantidas e outras dívidas estruturadas. O crescimento da emissão destes instrumentos financeiros, “abençoado” pelas agências de *rating*, contribuíram para a explosão do mercado dos CDS.

“...The response of the markets to the Greek debt crisis raises more questions about the utility of rating agencies. As we all know, the rating agencies greatly contributed to our recent financial crisis by failing to appropriately rate collateralized debt obligations and other structured debt. The growth in the issuance of these faulty financial instruments, which the rating agencies blessed, contributed to the explosion of the credit default swap market”. (Committee on Financial Services U.S. House of Representatives, 2010)

A “explosão da bolha” da dívida grega suscita a interrogação do poder dos CDS nos mercados de dívida. O tema dos CDS e SCDS leva a muita controvérsia por parte dos economistas. Alguns dizem que estes instrumentos são influenciados a partir das empresas de *rating* que por sua vez fazem aumentar a especulação, outros defendem que estes produtos financeiros têm valor acrescentado para a economia, em virtude de funcionarem como um seguro de dívida, embora reconheçam a necessidade dos mesmos serem mais transparentes.

5.3. Credit Default Swap Sovereign (CDS Soberanos)

Como foi referido anteriormente, os SCDS nasceram em resposta à necessidade de usar instrumentos flexíveis de cobertura e comercialização dos riscos de crédito soberanos. De acordo com uma publicação Internacional (*Internacional Monetary Fund* -April 2013)

“estes instrumentos financeiros têm como principais objetivos: (i) **Hedging** uma vez que os proprietários das dívidas soberanas compram SCDS para se protegerem contra perdas á volta do incumprimento ou outro evento de crédito afetando o valor subjacente da dívida. Porém, os SCDS também são usados nos chamados *proxy hedging* que são para cobrir os riscos de outros ativos (por exemplo os bancos ou empresas), cujo valor é relacionado com o *Credit worthiness* dos soberanos; (ii) **Speculating**, os contratos de SCDS podem ser usados para comprar ou vender protecção a *naked basis* para expressar negativamente ou positivamente a opinião acerca da perspectiva de crédito dos emissores dos títulos subjacentes e por último (iii) os **Basis trading** em que os SCDS são usados para lucrar com os preços entre os SCDS e os subjacentes às dívidas de obrigações ao tornar posições de compensação em duas bases de negociação. Esta estratégia é baseada no princípio em que os spreads dos CDS são mais estreitos que os spreads de crédito á dívida subjacente, (ou seja a base é negativa), os

especuladores podem ser capazes de comprar a rentabilidade das obrigações e comprar CDS de proteção (e vice-versa se a base for positiva).

De referir, que a utilização deste tipo de ativo financeiro apresenta dois tipos de consequências: Primeiro - ao contrário do que acontece com os outros seguros e derivados financeiros habituais, os CDS podem evitar a regulação desses setores e tornar-se num sub-setor particularmente opaco nos mercados financeiros internacionais. Por último, a compra ou a venda de posições de um ativo financeiro que não se possui facilita a especulação para montantes muito superiores ao valor do ativo de referência”.

Conforme a mesma publicação, os SCDS têm-se tornado importantes ferramentas de gestão de risco e que os custos de proteção fornecidos pelos SCDS costumam ser frequentemente usados como indicadores de risco de crédito.

Todavia, os SCDS já levaram a que as Autoridade Europeias interviessem de forma a proibir as compras a descoberto ou sem qualquer análise prévia dos mesmos, como forma de cobertura das obrigações decorrentes das dívidas soberanas na Área Económica Europeia, fazendo com que toda e qualquer compra que não pressuponha uma posição de compensação da dívida subjacente seja banida. A proibição baseia-se na visão de que, nas condições externas de mercado, as vendas a descoberto poderão empurrar o preço dos títulos para uma espiral descendente, o que consequentemente levaria a um elevado custo de emissões de dívida soberana subjacente.

Ainda conforme a publicação do *Internacional Monetary Fund* (Abril 2013)

“muitos dos SCDS são úteis nos mercados baseados nos indicadores de risco e valorização dos instrumentos de cobertura. Porém, existem economistas que consideram os SCDS são ferramentas especulativas, uma vez que sugerem que os preços dos SCDS reflete fundamentalmente o atual risco e podem indevidamente subir os custos de *funding* por estado, ameaçando a sustentabilidade fiscal e aumentam as tensões nos mercados”.

5.4. A evolução do mercado dos CDS

Como já fora repetido, desde o surgimentos dos CDS que se tem vindo a verificar um crescente aumento deste tipo de instrumentos financeiros. A crise da Grécia foi um exemplo claro dessa crescente, uma vez que com os investidores começaram a investir numa forma acentuada nos CDS, fazendo com que outros investidores pensassem que estes saberiam que algo iria acontecer.

“... buyers of large amount of CDS transmit a market signal that inspires others to believe that they know something that risk has risen”. Mr. Johnson in United States Congress House of Representatives Committee on Financial Services, Subcommittee on Capital Markets, Insurance, and Government Sponsored Enterprises.

Conforme *Credit Default Swap – Pricing, valuation and Investment Applications* (2010) baseando-se num excerto do *European Central Bank* (2009), “em que refere que de acordo com *Bank for International Settlements* (BIS), e em termos de valor bruto de mercado, o valor de mercado dos CDS aumentou de USD 133 mil milhões em Dezembro de 2004 para USD 5.7 biliões em Dezembro de 2008 e que constitui o segundo maior valor de mercado depois dos contratos de taxas de juro”.

Conforme a mesma fonte, “é nos dado um exemplo de como os CDS podem servir de especulação, em Setembro de 2008 quando o *Lehman Brothers* estava a ter um grande número de contratos de CDS como uma entidade de referência, declararam falência!” Conforme John Hull (2010) “a taxa de recuperação foi de apenas cerca 8 cêntimos de dólar, de modo que o pagamento para os compradores de proteção foi igual a cerca de 92% do valor nominal”. Conforme *European Central Bank* (2009), “o mercado dos CDS está concentrado em torno de alguns grandes jogadores. Em 2008 os maiores concessionários de CDS eram *JPMorgan*, a *Goldman Sachs Group*, *Morgan Stanley*, *Deutsche Bank* e o *Barclays Group*”.

“Indeed, the CDS market is concentrated around a few large players. In 2008, the five largest CDS dealers were *JPMorgan*, the *Goldman Sachs Group*, *Morgan Stanley*, *Deutsche Bank* and *Barclays Group*”. *European Central Bank* (2009)

Segundo a ISDA (2010), “no momento da crise financeira, as instituições financeiras como *AIG*, *Bear Stearns*, *Lehman Brothers*, assumiram os riscos dos empréstimos hipotecários excessivos para os mutuários. Os seus riscos foram fortemente dependentes da forma como eles conseguiram gerir o risco hipotecário e exposição, assim como as suas garantias e a gestão de liquidez. Isto também incluiu o fracasso dos produtos financeiros da *AIG* e a classificação indevida de risco hipotecário e de adequação de capital pelas agências de *rating*”.

6. Análise do impacto dos acontecimentos políticos nacionais e internacionais

Como foi referido atrás, Portugal tem vindo a evidenciar vários desequilíbrios macroeconómicos que ao longo dos anos se têm vindo a agravar, quiçá também devido a alguma irresponsabilidade dos nossos governantes.

Em 2010 os nossos bancos encontravam-se com algumas dificuldades em conseguirem financiamento nos mercados internacionais, o que poderia indiciar que já nesta altura uma situação mais grave, no limite, de bancarrota, não poderia ser negligenciada. Esta indisponibilidade dos credores para nos financiarem, independentemente da taxa de juro que esteja associada, mostrava as dúvidas que estes tinham em relação aos nossos bancos, o que só não atingiu uma maior magnitude devido à intervenção do Banco Central Europeu (BCE).

“Fomos salvos de uma crise bancária aguda pelo Banco Central Europeu por sermos membros da Zona Euro. Não só os bancos passaram a satisfazer todas as necessidades de fundos directamente junto do BCE, sob forma de empréstimos repos de curto prazo, contra entrega de colateral (geralmente títulos de dívida pública), como os bancos repassaram esses fundos ao Estado através de subscrição de dívida pública que era emitida pelo Estado através de subscrição de dívida pública que era emitida pelo Estado para financiar o défice orçamental e o pagamento da dívida vencida”. (Mateus, 2013)

Nas próximas linhas pretendo analisar até que ponto dois acontecimentos nacionais de relevo, concretamente a demissão do Eng. José Sócrates, em 2011, e crise política associada à “ameaça” de demissão do Dr Paulo Portas, em 2013, tiveram algum impacto na perceção de risco dos investidores em relação à dívida pública portuguesa e, portanto, terão contribuído, ou não, para a subida dos prémios dos CDS e das taxas de juro da dívida pública nacional.

6.1. Acontecimentos Nacionais

O Eng. José Sócrates foi nomeado Primeiro-ministro em 2005.

Independentemente de julgamentos de carácter mais ou menos ideológico/políticos que não pretendo seguramente fazer, a verdade é que os desequilíbrios que, já nessa altura, eram evidenciados pela economia portuguesa se vieram a agravar nos anos seguintes:

“Quando o Governo PS tomou posse em 2005, a dívida pública oficial sobre o PIB era de 57,6%; no final do primeiro Governo já era de 83% e em 2011 ultrapassava os 100%, o que configura um aumento de 39 pontos percentuais numa trajectória considerada insustentável (...) Enquanto que em 2004 o rácio ainda era inferior ao

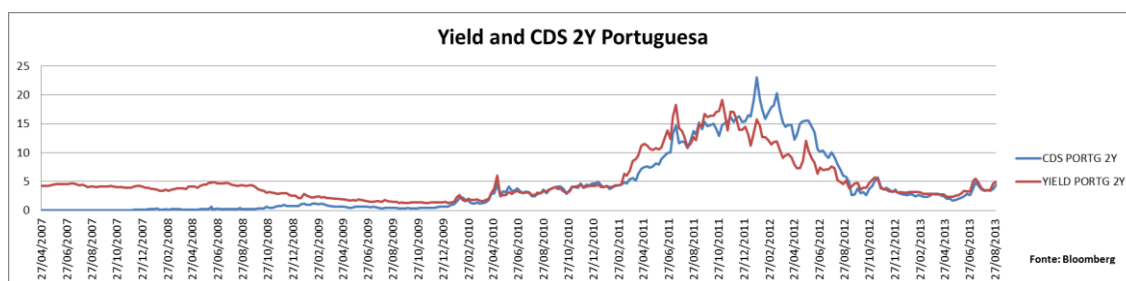
nível do Tratado de Maastrich, já se esperava para 2013 que ultrapassasse os 110%, incluindo apenas uma parte das empresas públicas (EP) e não incluindo as parcerias públicas-privadas e concessões (PPPC)”. *Idem*

“O forte investimento público em 2009, permitido pela flexibilização do Pacto de Estabilidade e Crescimentos (2005) e a pretexto da crise bancária na sequência do “Grande Crash de 2008” e por causa das eleições legislativas e sobretudo, em 2010, por receio de uma nova crise política, permitiu adiar os principais impactos da crise e da recessão para 2011, o que custou um forte aumento do défice público, uma crise de confiança na dívida soberana portuguesa (naturalmente por contágio também da Grécia) e um agravamento acelerado das principais variáveis macroeconómicas”. (Santos, 2012)

.Em Abril de 2011, O Eng. Sócrates foi forçado a sair e a pedir ajuda externa, numa situação em que os mercados estavam a exigir a Portugal um custo de financiamento absolutamente inoportável.

“A restrição externa ao financiamento, resultante da significativa deterioração do contexto internacional de liquidez e da maior discriminação do risco de crédito nos mercados financeiros, tornou inevitável a interrupção destas tendências insustentáveis. O recurso à assistência financeira externa tornou-se assim necessário e veio permitir que o ajustamento se processasse de forma ordenada e gradual. (...) a evolução da economia portuguesa em 2011 foi significativamente afetada pela interrupção do acesso a financiamento de mercado e pelo início da aplicação do Programa de Assistência Económica e Financeira (PAEF), acordado com a União Europeia (UE), o Fundo Monetário Internacional (FMI) e o Banco Central Europeu (BCE), a partir do segundo trimestre do ano. O Programa definiu um quadro de financiamento estável para o período 2011-2014, assentando em três pilares: consolidação sustentada das contas públicas, estabilidade do sistema financeiro e transformação estrutural da economia. Em síntese, a prossecução do Programa visa o ajustamento dos desequilíbrios macroeconómicos e o aumento do potencial de crescimento da economia portuguesa.” (Banco de Portugal, 2012)

Gráfico I Yield e CDS a 2 Y Portuguesa¹



¹ Estes valores encontram-se em pontos base

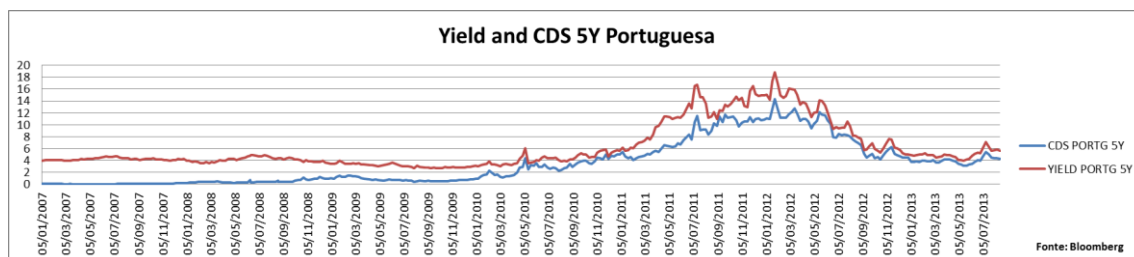
Como podemos constatar a partir do gráfico I, em fevereiro de 2011 as nossas taxas de rendibilidade de curto prazo (*yields* a 2 anos) começam a ter valores acima dos 5%, o mesmo acontecendo aos CDS respetivos.

Um mês depois (Maio, 2011) é acordado um Programa de Assistência Económica e Financeira.

“O programa estabelece um vasto conjunto de medidas e acções a desenvolver pelas autoridades portuguesas e elege a consolidação durável das contas públicas, a estabilidade financeira e a transformação estrutural da economia portuguesa como os três pilares fundamentais para restaurar a confiança dos mercados financeiros internacionais e promover uma trajetória de crescimento sustentado”. *Idem*

Em Dezembro de 2011 verifica-mos que os prémios dos CDS se encontram acima das nossas *yield*, o que é pouco usual acontecer, traduzindo momentos de receio extremo em relação à dívida soberana portuguesa: quem não tem dívida simplesmente mantém-se afastado, mas quem tem dívida recorre ao mercado do CDS, independentemente da sua taxa, para poder cobrir a carteira que tem de dívida.

Gráfico II *Yield* e CDS a 5 Y Portuguesa



No médio prazo (gráfico II) as nossas *yield* começam a tomar valores acima dos 10% em Abril de 2011, podemos considerar esta data como o anúncio do pedido de ajuda financeira, não nos podemos esquecer que um ano antes a Grécia entrou numa crise de dívida e os mercados começaram a especular em relação ao contágio a Portugal, isto fez com que fosse inevitável o pedido de ajuda externa.

Só perto do final de 2012 é que vemos as nossas *yields*, no curto prazo (gráfico I), a tomarem valores abaixo dos 5%, assim como os nossos CDS. No que respeita ao médio prazo, 5 anos (gráfico II), as nossas *yields* já tomam valores perto de 8%.

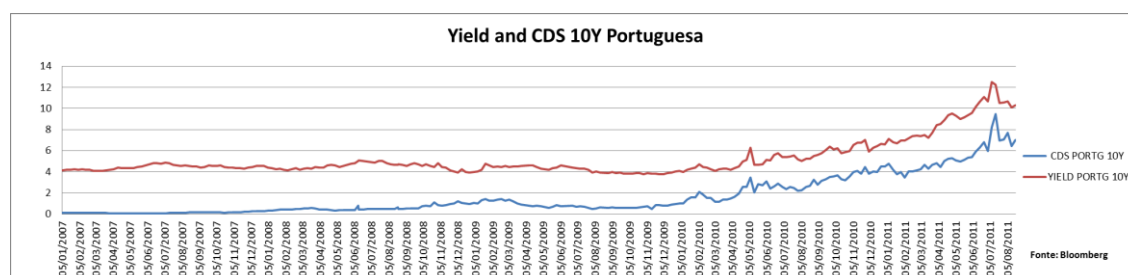
No longo prazo, representado pelo prazo de 10 anos, os dados vão até 2011, uma vez que quando pedimos ajuda externa em Abril de 2011 deixámo-nos de financiar a longo prazo.

Como podemos verificar a partir do gráfico III, o nosso mercado de dívida e respetivos CDS registavam valores acima de 4% desde abril de 2010 na altura em que a Grécia tornou pública a sua situação de crise na dívida pública.

Teremos de ter sempre atenção que quanto maior for a cotação do CDS o crédito da referida entidade fica mais deteriorado mas se verificar o contrário significa que o seu crédito melhorou.

No caso de Portugal a cotação da nossa dívida tem vindo a ficar deteriorado.

Gráfico III Yield e CDS a 10 Y Portuguesa



Em conclusão, parece-me possível concluir que o pedido de demissão do Eng. José Sócrates, em 23 de março de 2011, teve um impacto considerável nos prémios dos CDS e nas taxas de juro da dívida soberana: entre 23 de março e o final do mês, os prémios dos CDS a 2 anos aumentaram 36 pontos base e a 10 anos de 5 pontos base.

Em julho de 2013 voltamos a ter um acontecimento que vai afectar o mercado de dívida, estamos a falar da suposta demissão do Senhor Vice-primeiro Ministro Paulo Portas. Este acontecimento faz com que as nossas *yields* no curto prazo tomem valores abaixo de 5% e no médio prazo perto dos 8% isto leva-nos a concluir que numa primeira fase os impactos são reflectidos numa dimensão de médio, longo prazo.

Como vemos o mercado do CDS vem sempre a acompanhar a evolução da nossa dívida, isto também quer dizer que os investidores têm dúvidas em relação ao nosso cumprimento de dívida.

“As indefinições de muitos, a falta de vontade de alguns, como a Alemanha, criaram divisões entre o norte e o Sul da Europa e por cada compasso de espera, por cada momento de indecisão, os especuladores criavam mais espaço de atuação, o valor dos títulos soberanos dos estados atacados caíam, as taxas de rentabilidade implícita disparavam e a dívida pública aumentava. As instituições da União Europeia e os governos mostraram uma das duas coisas: ou uma incapacidade colectiva de agir e reagir de forma atempada e

antecipada, regulando esse mecanismo, ou uma vontade de nada alterar, como se, na União, ainda se tenha pudor em pôr em causa a eficiência dos mercados. É como se tudo se esteja a passar, como se nada de especial tenha ocorrido”. (Antunes, Lopes, Mota, 2010)

“Quanto maiores os cortes orçamentais, maior será a protecção face aos ataques especulativos dos mercados financeiros, pensam os governantes europeus. Na União Europeia, a acrescentar às concorrências salariais e fiscal, instalou-se agora a concorrência orçamental. Instalou-se, assim, a pressão para a redução apressada dos défices públicos, determinada actualmente pelos mercados financeiros, mas também em nome da disciplina orçamental imposta no âmbito da união monetária. Assim, essa imposição tem sido utilizada pelas instituições da União como um aliado de peso na pressão sobre os governos para a minimização das suas despesas e do papel do Estado, que fica, assim, subalterno à posição exigida pelos credores, dada a necessidade de refinanciamento da dívida pública acumulada”. *Idem*

Em conclusão, também a (quase) crise política gerada pelo Dr. Portas, com o seu pedido de demissão “irrevogável” se refletiu num aumento dos prémios dos CDS em 02 de julho de 2013.

6.2. Acontecimentos Internacionais e comparação com outros países

Como foi analisado anteriormente os acontecimentos nacionais têm tido impacto directo no nosso mercado de dívida. Porém a nossa economia é uma economia muito aberta ao exterior e consequentemente também é afectada por choques externos, como foram os casos da falência do maior banco de investimentos norte-americano (*Lehman Brothers*) e a crise da dívida Grega.

Escolhemos estes acontecimentos pela sua importância, o primeiro no despoletar da maior crise financeira desde 1929/30 e, o segundo, pela sua importância para a área do euro e para a própria moeda única europeia.

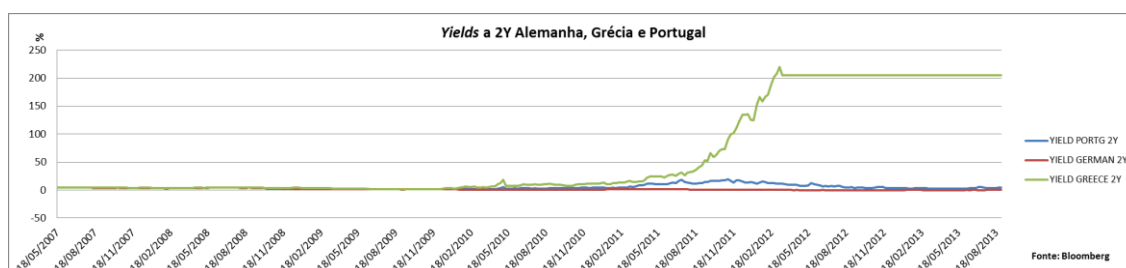
A falência da *Lehman Brothers* em Setembro de 2008 deu origem à crise financeira que estamos a viver nos dias de hoje e que nos afectou numa forma indirecta mas que a médio, longo prazo deixou marca no nosso mercado de dívida, ou seja este acontecimento só será sentido em 2011 com maior intensidade.

Em abril de 2010 assistimos a um dos acontecimentos que ficam marcados na história da Zona Euro a crise da dívida pública da Grécia. Nesta altura começam as preocupações de como será que a EU irá reagir em relação ao “buraco” que a Grécia tem e de como esta

conseguirá cumprir com o seu excesso de dívida e conseguir ultrapassar os ataques especulativos que começam a surgir nos mercados financeiros.

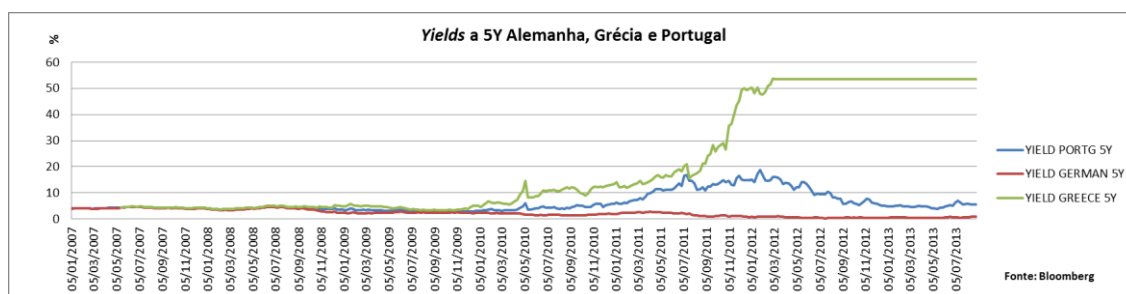
Nesta altura Portugal já começa a sentir alguns ataques especulativos em relação ao contágio, isto é os especuladores começam a especular em relação á situação financeira do Portugal acreditando que seriam os próximos a ter um “buraco” equiparado ao da Grécia.

Gráfico IV *Yield* a 2 anos Alemanha, Grécia e Portugal



Como podemos ver no gráfico IV, os *yields* da dívida grega, a curto prazo, começam a tomar valores acima dos 50% a partir de maio de 2011 chegando a atingir os 200% no início de 2012. Também verificamos que os *yields* portugueses começam a ter valores acima dos 5% (gráfico I), por sua vez a Alemanha toma valores perto de zero.

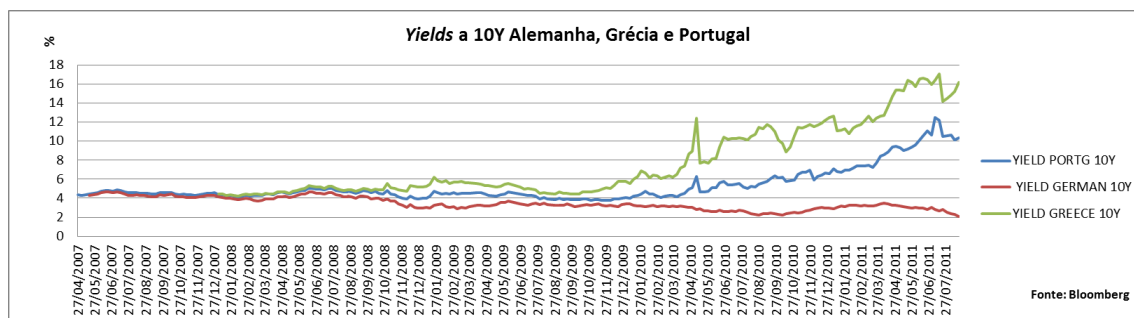
Gráfico V *Yield* a 5 anos Alemanha, Grécia e Portugal



Ao contrário do que foi observado no gráfico IV o gráfico V mostra-nos como os *yields* da Grécia no médio prazo reagiram numa forma menos agressiva tomando valores acima dos 10% em maio de 2010. As *yield* portuguesas também começam a sentir turbulência no seu mercado de dívida em maio de 2010 mas com valores abaixo dos da Grécia, só começamos a sentir este impacto em maio de 2011, um ano depois.

A Alemanha não sente quase nada no médio prazo com este acontecimento mantendo o seu mercado de dívida quase inalterado.

Gráfico VI Yield a 10 anos Alemanha, Grécia e Portugal



No gráfico VI verificamos que os *yields*, no longo prazo, começam a tomar valores altos na Grécia os valores chegam mesmo a alcançar 16% em julho de 2011, Portugal 12% em junho de 2011, embora que o mês seguinte começa a ter valores perto dos 10%. A Alemanha toma valores perto de 2%.

Não nos podemos esquecer que Portugal em 2012 já não se financiava nos mercados a longo prazo, uma vez que em 2011 pediu ajuda externa.

E quanto aos CDS?

Logo após a falência do maior banco de investimentos norte-americano, *Lehman Brothers*, conforme *Alessandro Fontana and Martin Scheicher* (Maio 2011), os maiores diferenciais de CDS são observados na Grécia, Irlanda, Itália, Espanha e Portugal em que o prémio médio excede os 100bp.

Os gráficos abaixo mostram a evolução dos CDS na Alemanha, Grécia e Portugal.

Os dados da Grécia vão só até 2009 uma vez que logo após esta ter pedido ajuda externa foi feita uma reestruturação de dívida e um perdão de uma parte da mesma e por conseguinte não foi possível recolher mais informação no site da *Bloomberg*, uma vez que esta foi “apagada”.

Gráfico VII Evolução do mercado do CDS na Alemanha

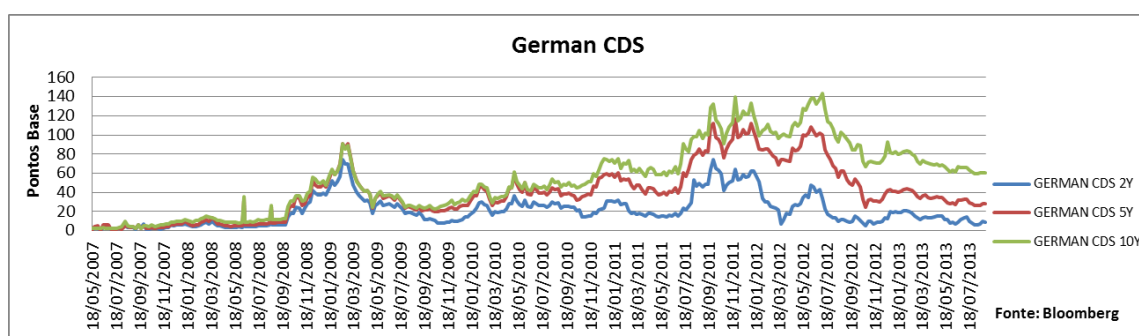


Gráfico VIII Evolução do mercado dos CDS na Grécia

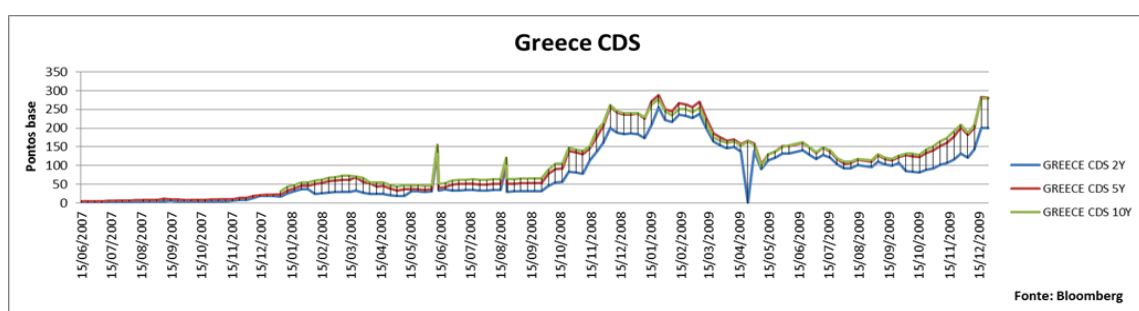
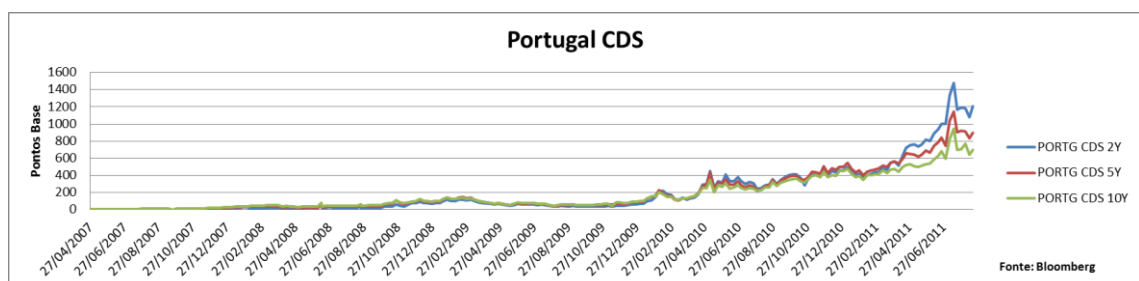


Gráfico IX Evolução do mercado do CDS em Portugal



Duma forma geral podemos constatar logo após a falência da *Lehman Brother*, em setembro de 2008, que o mercado do CDS sentiu algumas movimentações, umas mais que outras. No gráfico IX podemos ver que em setembro de 2008 os CDS a médio e longo prazo em Portugal tomam valores perto dos 50 pb e no gráfico VIII os valores chegam a ultrapassar os 50 pb, já a Alemanha toma valores (gráfico VII) perto dos 20 pb.

Duma forma geral podemos também observar que o mercado é um pouco cauteloso uma vez que mantém uma visão pessimista em relação ao futuro, isto porque a partir de 2008 os mercados começam a subir chegando aos 140 pb em Portugal (gráfico IX) em 2009 e só volta

a tomar valores mais estáveis perto dos 100 pb no final de 2009. Por sua vez a Grécia (gráfico VIII) toma valores mais altos perto dos 300 pb no final de 2009, tendo tendência a ficar mais altos.

7. Conclusão

Os *Credit default swap* são instrumentos financeiros recentes que surgiram no mercado financeiro inicialmente com o objetivo de proporcionarem aos investidores a realização de cobertura de risco da dívida de dívida, nomeadamente pública.

A prática infelizmente mostrou que, para além do seu objetivo inicial, se desenvolveram em torno deste produto práticas especulativas, postas à evidência com o surgimento da crise financeira de 2008.

Esta crise, “apanhou”, entre outros, um país (Portugal) que tinha vindo a registar durante décadas desequilíbrios macroeconómicos que ajudaram a magnificar os efeitos da crise internacional na dívida governamental ou soberana portuguesa. Portugal foi assim uma presa fácil para os especuladores internacionais e, por isso, não surpreendeu que tivesse a dado momento necessidade de pedir ajuda internacional, materializada no apoio da chamada Troika e na definição de um exigente Programa de Ajustamento Económico.

Tentei nesta dissertação analisar e avaliar todos estes fenómenos, muito recentes mas que tanto impacto tiveram (e estão a ter) na vida das empresas e das famílias portuguesas.

Por último, analisei os efeitos de determinados acontecimentos políticos, nacionais e internacionais, nas taxas de rendibilidade da dívida pública portuguesa e nos prémios dos CDS.

Conclui, com uma relativa surpresa, que os acontecimentos políticos nacionais têm mais impacto que os acontecimentos internacionais, embora que a explosão da dívida grega tenha tido um impacto considerável nos prémios do CDS portugueses.

Julgo, perspetivando trabalhos futuros, que a consolidação da informação estatística sobre estes mercados, e a eventual normalização do mercado da dívida soberana nos países periféricos do euro (movimento a que parece estarmos a assistir nestas primeiras semana de 2014) poderão dar um contributo muito significativo para o aprofundamento deste tema.

8. Bibliografia

ANTUNES, Margarida; LOPES, Luís; MOTA, Júlio (2010). *A economia global e a crise da dívida soberana na União Europeia: a situação de Portugal e Espanha*. Coimbra: Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra.

BANCO DE PORTUGAL (2010). *Relatório de Estabilidade Financeira*, disponível em www.bportugal.pt.

BANCO DE PORTUGAL (2006). *Relatório do Conselho de Administração 2006*. Banco de Portugal: Departamento de Estudos Económicos.

BANCO DE PORTUGAL (2007). *Relatório do Conselho de Administração 2007*. Banco de Portugal: Departamento de Estudos Económicos.

BANCO DE PORTUGAL (2008). *Relatório do Conselho de Administração 2008*. Banco de Portugal: Departamento de Estudos Económicos.

BANCO DE PORTUGAL (2009). *Relatório do Conselho de Administração 2009*. Banco de Portugal: Departamento de Estudos Económicos.

BANCO DE PORTUGAL (2009). *A Economia Portuguesa no Contexto de Integração, Financeira e Monetária*. Departamento de Estudos Económicos do Banco de Portugal. Disponível em www.bportugal.pt.

BANCO DE PORTUGAL (2010). *Relatório do Conselho de Administração 2010*. Banco de Portugal: Departamento de Estudos Económicos.

BANCO DE PORTUGAL (2011). *Relatório do Conselho de Administração: A Economia Portuguesa em 2011*. Banco de Portugal: Departamento de Estudos Económicos.

BANCO DE PORTUGAL (2011). *Relatório do Conselho de Administração: Atividades e Contas 2011*. Lisboa: Banco de Portugal.

BANCO DE PORTUGAL (2011). *Boletim Económico*. Vol. 17, Nº2, disponível, www.bportugal.pt.

BANCO DE PORTUGAL (2012). *Indicadores de conjuntura 11/2012*. Disponível em www.bportugal.pt.

CONSELHO DAS FINANÇAS PÚBLICAS (Outubro 2013). *Dívida Pública – Apontamentos do Conselho das Finanças Públicas nº1/2013*. Disponível em www.cfp.pt

COMMITTEE ON FINANCIAL SERVICES U.S. HOUSE OF REPRESENTATIVES (2010). *Credit Default Swaps on Government Debt: Potential Implications of the Greek Debt Crisis*. Washington: U.S. Government Printing Office.

DUMÉNIL, Gérard; LÉVY, Dominique (2010). *Dívidas soberanas: limites do receituário Keynesiano para uma crise estrutural. Crítica e sociedade: revista de cultura política*. Vol. 1, nº3. Edições Especial – Dossier: A crise actual do capitalismo. ISSN 2237-0579.

EICHENGREEN, Barry; MODY, Ashoka; NEDELIJKOVIC, Milan; Sarno (2009). How the supprime crisis went global: Evidence from bank credit default swap spreads. *National Bureau of Economic research*.

ERICSSON, Jan; JACOBS, Kris; Oviedo (2005). *The determinants of credit default swap premia*. Faculty of management, McGill University. JEL classification: G12.

EUROPEAN CENTRAL BANK (2009). *Credit Default Swaps and Counterparty Risk*. Disponível em: www.ecb.europa.eu.

FARTO, Manuel (2012). A economia cosmopolita global, o euro e a economia portuguesa. *Janus.net e-journal of International Relations*. Vol.3, n.º1, Primavera 2012. Disponível em observare.ual.pt/janus.net/pt_vol3_n1_art2.

FONTANA, Alessandro; SCHEICHER, Martin (2010). *An Analysis of Euro Area Sovereign CDS and their Relation with Government Bond*. European Central Bank. Disponível em www.ecb.europa.eu.

Hull, Jonh (2010). *Options, Futures, and Other Derivatives*. 5.ªed.

INTERNATIONAL MONETARY FUND (2013). *Global Financial Stability Report, Old Risk, New Challenges. Global Financial Stability Report*. Disponível em <http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2013/01/>.

MATEUS, Abel. M (2013). *Economia Portuguesa: Evolução no contexto internacional (1910-2013)*. 4.ª ed. Cascais: Príncípia Editora, Lda.

SANTOS, Rui Teixeira (2012). *Á Procura dos Culpados – A Grande Crise Financeira e Portugal*. ISCAD – Instituto Superior de Ciências da Administração. Disponível em cegep.iscad.pt

UNIVERSITY OF WESTMINSTER (2011). Credit Default Swap – Pricing, Valuation and Investment Applications. *Seminar Paper*. Panagiotis Papadopoulos.

Sites consultados:

Agência de Gestão de Tesouraria e da Dívida Pública: www.IGCP.pt.

Banco Central Europeu: www.ecb.europa.eu/.

Banco de Portugal: www.bportugal.pt.

Banco de Inglaterra: www.bankofengland.co.uk/.

Diário Económico: <http://economico.sapo.pt/>.

Diário da República Portuguesa: <http://dre.pt>

International Monetary Found: www.imf.org/.

Internacional Swaps and Derivatives Association: www.ISDA.org.

Jornal de Negócios: www.jornaldenegocios.pt/.

Revista Visão: <http://visao.sapo.pt/>.

Anexo 1 Lei da Dívida Pública Lei n.º 7/98 de 3 de Fevereiro

ASSEMBLEIA DA REPÚBLICA

Lei n.º 7/98 de 3 de Fevereiro

Regime geral de emissão e gestão da dívida pública

A Assembleia da República decreta, nos termos dos artigos 161.o, alíneas c) e h), e 166.o, n.o 3, da Constituição, o seguinte:

TÍTULO I Disposições gerais

Artigo 1.º Objecto

O presente diploma regula o regime geral da emissão e gestão da dívida pública directa do Estado.

Artigo 2.º Princípios

1 — O recurso ao endividamento público directo deve conformar-se com as necessidades de financiamento geradas pela execução das tarefas prioritárias do Estado, tal como definidas na Constituição da República Portuguesa, salvaguardar, no médio prazo, o equilíbrio tendencial das contas públicas.

2 — A gestão da dívida pública directa deverá orientar-se por princípios de rigor e eficiência, assegurando a disponibilização do financiamento requerido por cada exercício orçamental e prosseguindo os seguintes objectivos:

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

Artigo 3.º

Definições

Para efeitos do presente diploma, entende-se por:

- a) Dívida pública flutuante: dívida pública contraída para ser totalmente amortizada até ao termo do exercício orçamental em que foi gerada;
- b) Dívida pública fundada: dívida contraída para ser totalmente amortizada num exercício orçamental subsequente ao exercício no qual foi gerada;
- c) Dívida pública em moeda nacional: dívida pública denominada em moeda com curso legal em Portugal;
- d) Dívida pública em moeda estrangeira: dívida pública denominada em moeda sem curso legal em Portugal.

TÍTULO II

Emissão da dívida pública

Artigo 4.º

Condições gerais sobre o financiamento

1 — Por lei da Assembleia da República serão estabelecidas, para cada exercício orçamental, as condições gerais a que se deve subordinar o financiamento do Estado e a gestão da dívida pública, nomeadamente o montante máximo do acréscimo de endividamento líquido autorizado e o prazo máximo dos empréstimos a emitir.

2 — Na lei prevista no número anterior poderão ser estabelecidos o montante máximo a que poderão ser

sujeitas certas categorias de dívida pública, nomeadamente a dívida denominada em moeda estrangeira, a dívida a taxa fixa e a dívida a taxa variável.

Artigo 5.º

Condições das operações

1 — O Conselho de Ministros, mediante resolução, definirá, em obediência às condições gerais estabelecidas nos termos do artigo anterior, as condições complementares a que obedecerão a negociação, contratação e emissão de empréstimos pelo Instituto de Gestão do Crédito Público, em nome e representação do Estado, bem como a realização, pelo mesmo Instituto, de todas as operações financeiras de gestão da dívida pública directa.

2 — Sem prejuízo do disposto no número anterior, poderá o Governo, através do Ministro das Finanças, com faculdade de delegação, estabelecer, a qualquer momento, orientações específicas a observar pelo Instituto de Gestão do Crédito Público na gestão da dívida pública directa e do financiamento do Estado.

Artigo 6.º

Condições específicas

1 — As condições específicas dos empréstimos e das operações financeiras de gestão da dívida pública directa serão estabelecidas pelo Instituto de Gestão do Crédito Público, em obediência às condições determinadas nos termos dos precedentes artigos 4.º e 5.º

2 — Na fixação das condições específicas previstas no número anterior, o Instituto de Gestão do Crédito Público deverá ainda atender às condições correntes nos mercados financeiros, bem como à expectativa razoável da sua evolução.

Artigo 7.º

Obrigações gerais

1 — As condições de cada empréstimo em moeda nacional integrante da dívida pública fundada, salvo sempre sentado por contrato, constarão de obrigação geral, elaborada pelo Instituto de Gestão do Crédito Público e assinada pelo Ministro das Finanças, com faculdade de delegação noutro membro do Governo.

2 — As condições dos empréstimos em moeda estrangeira a emitir em cada exercício orçamental, integrantes da dívida pública fundada, poderão constar, salvo se representadas por contrato, de uma única obrigação geral, emitida pelo seu montante global, devendo a mesma ser elaborada e assinada conforme previsto no número anterior.

3 — Com ressalva do previsto no n.º 4 deste artigo, da obrigação geral deverão constar necessariamente os seguintes elementos:

- a) Finalidade do empréstimo;
- b) Designação do empréstimo;
- c) Moeda —nacional ou estrangeira— do empréstimo;
- d) Montante máximo do empréstimo;
- e) Tipo de taxa de juro;
- f) Periodicidade do pagamento de juros;
- g) Modalidades de colocação do empréstimo;
- h) Condições de amortização.

4 — Nos casos em que o processo de negociação e emissão dos empréstimos não permita, sem risco de pôr em causa o seu sucesso, a determinação exacta das condições referidas nas alíneas e) a h) do número anterior, com a antecedência necessária ao prévio trâmite processual das obrigações gerais previstas neste artigo, poderão as mesmas ser indicadas através de fórmula genérica que contenha a informação relevante disponível.

5 — A obrigação geral está sujeita a fiscalização prévia do Tribunal de Contas e a publicação no *Diário da República*.

6 — O Governo, através do Ministro das Finanças,

que terá a faculdade de delegar, comunicará ao Tribunal de Contas as condições financeiras específicas caracterizadoras dos empréstimos realizados não constantes da respectiva obrigação geral, no prazo de 15 dias úteis após a emissão dos mesmos.

Artigo 8.º

Emissão de dívida pública na pendência de aprovação ou de publicação do Orçamento do Estado

1 — Se o Orçamento do Estado não entrar em execução no início do ano económico a que se destina, por qualquer motivo, nomeadamente por não votação, não aprovação ou não publicação, poderá o Governo autorizar, por resolução, a emissão e contratação de dívida pública fundada até um valor equivalente à soma das amortizações que entretanto se vençam com 25 % do montante máximo do acréscimo de endividamento líquido autorizado no exercício orçamental imediatamente anterior.

2 — Os empréstimos públicos realizados ao abrigo do regime intercalar estabelecido no presente artigo deverão integrar, com efeitos ratificatórios, o Orçamento do Estado do exercício a que respeitam.

Artigo 9.º

Período complementar para emissão de dívida pública

O endividamento público directo autorizado em cada exercício orçamental poderá ser efectivado no exercício subsequente, até à data que for indicada em cada ano no decreto-lei de execução orçamental.

Artigo 10.º

Certificação da legalidade da dívida

1 — Caso lhe sejam solicitados pelos mutuantes, compete ao Procurador-Geral da República a emissão de pareceres ou opiniões legais para a

certificação jurídica da legalidade da emissão de dívida pública.

2 — O disposto no número anterior não impede os mutuantes de obterem a certificação jurídica da legalidade da emissão de dívida pública através do recurso a consultores privados.

Artigo 11.º

Formas da dívida pública

1 — A dívida pública poderá assumir as seguintes formas:

- a) Contrato;
- b) Obrigações do Tesouro;
- c) Bilhetes do Tesouro;
- d) Certificados de aforro;
- e) Certificados especiais de dívida pública;
- f) Promissórias;
- g) Outros valores representativos de dívida.

2 — A dívida pública directa pode ser representada por títulos, nominativos ou ao portador, ou assumir forma meramente escritural.

3 — Sem prejuízo do disposto na presente lei, mantém-se em vigor a legislação específica relativa a instrumentos de dívida pública indicados no nº 1.

4 — Até à respectiva extinção, serão ainda consideradas as seguintes formas de dívida pública directa:

- a) Certificados de renda perpétua;
- b) Certificados de renda vitalícia.

5 — Por resolução do Conselho de Ministros, mediante proposta do Ministro das Finanças, poderão ser estabelecidas outras formas de representação da dívida pública.

Artigo 12.º

Garantias da dívida pública

O pagamento de juros e ou a amortização de capital dos empréstimos integrantes da dívida pública directa serão assegurados pela totalidade das

receitas não consignadas inscritas no Orçamento do Estado.

TÍTULO III

Gestão da dívida pública

Artigo 13.º

Medidas de gestão da dívida pública

1 — Visando uma eficiente gestão da dívida pública directa e a melhoria das condições finais dos financiamentos, poderá o Governo, através do Ministro das Finanças, ser autorizado pela Assembleia da República a realizar as seguintes operações de gestão da dívida pública:

- a) Substituição entre a emissão das várias modalidades de empréstimo;
- b) Reforço das dotações para amortização de capital;
- c) Pagamento antecipado, total ou parcial, de empréstimos já contratados;
- d) Conversão de empréstimos existentes, nos termos e condições da emissão ou do contrato, ou por acordo com os respectivos titulares, quando as condições correntes dos mercados financeiros assim o aconselharem.

2 — Em vista igualmente da consecução dos objectivos indicados no número anterior, poderá o Instituto de Gestão do Crédito Público realizar as operações financeiras para o efeito tidas por adequadas, nomeadamente operações envolvendo derivados financeiros, tais como operações de troca (*swaps*) do regime de taxa de juro, de divisa e de outras condições financeiras, bem como operações a prazo, futuros e opções, tendo por base as responsabilidades decorrentes da dívida pública.

3 — As operações financeiras indicadas no número anterior estão isentas de visto do Tribunal de Contas, devendo o Instituto de Gestão do Crédito Público remeter àquele Tribunal toda a informação

relativa às condições financeiras das operações realizadas, no prazo de 10 dias úteis após a sua concretização.

4 — Ao Instituto de Gestão do Crédito Público caberá ainda promover a emissão de novos títulos representativos da dívida pública em substituição dos títulos destruídos, deteriorados ou extraviados, nos termos da lei processual aplicável.

Artigo 14.º

Prescrição da dívida pública

1 — Os créditos correspondentes a juros e a rendas perpétuas prescrevem no prazo de cinco anos contados da data do respectivo vencimento.

2 — Os créditos correspondentes ao capital mutuado e a rendas vitalícias prescrevem, considerando-se abandonados a favor do Fundo de Regularização da Dívida Pública, no prazo de 10 anos contados da data do respectivo vencimento ou do primeiro vencimento de juros ou rendas posterior ao dos últimos juros cobrados ou rendas recebidas, consoante a data que primeiro ocorrer.

3 — Aos prazos previstos nos números anteriores são aplicáveis as regras quanto à suspensão ou interrupção da prescrição previstas na lei civil.

Artigo 15.º

Informação à Assembleia da República

1 — O Governo, através do Ministro das Finanças, informará trimestralmente a Assembleia da República sobre os financiamentos realizados e as condições específicas dos empréstimos celebrados nos termos previstos nesta lei.

2 — Sem prejuízo do disposto no número anterior, a Assembleia da República poderá, a qualquer momento, convocar o presidente do Instituto de Gestão do Crédito Público para audiência destinada a prestar informação sobre os empréstimos contraídos e as operações financeiras de gestão da

dívida pública directa efectuadas nos termos previstos na presente lei.

TÍTULO IV

Disposições finais

Artigo 16.º

Foro

Os litígios emergentes das operações de dívida pública directa serão dirimidos pelos tribunais judiciais, devendo as competentes acções ser propostas no foro da comarca de Lisboa, salvo se contratualmente sujeitas a direito e foro estrangeiro.

Artigo 17.º

Renúncia e imunidade

Nas operações de dívida pública directa que fiquem, por força dos respectivos contratos, sujeitas a direito e foros estrangeiros, poderá o Instituto de Gestão do Crédito Público, em nome da República Portuguesa subscrever cláusulas de renúncia a imunidade baseada em soberania.

Artigo 18.º

Âmbito de aplicação

Os princípios da presente lei aplicam-se à dívida pública directa de todas as entidades do sector público administrativo, sem prejuízo das disposições especiais da Lei das Finanças Regionais e da Lei das Finanças Locais.

Artigo 19.º

Entrada em vigor

A presente lei entra em vigor no dia 1 do mês seguinte ao da sua publicação.

Artigo 20.º

Legislação revogada

1 — É revogada, a partir da data de entrada em vigor do presente diploma, a legislação relativa às matérias nele reguladas, designadamente a Lei n.º

1933, de 13 de Fevereiro de 1936, o Decreto n.º 42 900, de 3 de Abril de 1960, os artigos 6.º, 13.º e 15.º a 22.º do Decreto n.º 43 453, de 30 de Dezembro de 1960, o Decreto-Lei n.º 170/86, de 30 de Junho, e a Lei n.º 12/90, de 7 de Abril.

2 — As remissões feitas para os preceitos revogados consideram-se efectuadas para as correspondentes normas da presente lei.

Artigo 1.º

Revisão dos regimes legais das formas específicas da dívida pública

O Governo promoverá a revisão dos regimes legais das formas específicas da dívida pública a que se refere o artigo 11.º, n.º 3.

Aprovada em 27 de Novembro de 1997.

O Presidente da Assembleia da República, *António de Almeida Santos*.

Promulgada em 9 de Janeiro de 1998.

Publique-se.

O Presidente da República, JORGE SAMPAIO.

Referendada em 19 de Janeiro de 1998.

O Primeiro-Ministro, *António Manuel de Oliveira Guterres*.

Diário da República – I Série –A (1998) (Acedido em 28/07/2013)

