

HG 8039.P67 A58 1994

A MODERNIZAÇÃO DOS MERCADOS DA DÍVIDA PÚBLICA PORTUGUESA E A EMISSÃO DE EMPRÉSTIMOS EXTERNOS

LIÇÃO DE AGREGAÇÃO

Mário Patinha Antão

Lisboa, 29 de Novembro de 1994

Instituto Superior de Economia e Gestão

**A MODERNIZAÇÃO DOS MERCADOS DA DÍVIDA PÚBLICA PORTUGUESA
E A EMISSÃO DE EMPRÉSTIMOS EXTERNOS**

Objecto da lição

- Secção I - A Gestão da Dívida Pública em 1993-94 como um exemplo de planeamento estratégico interactivo
- Secção II- A *Performance* da Gestão da Dívida Pública Externa em 1993-94

Lição para alunos da disciplina de Mercados Financeiros e Gestão de Carteiras da Licenciatura em Gestão do Instituto Superior de Economia e Gestão

Secção I - A Gestão da Dívida Pública em 1993-94 como um exemplo de planeamento estratégico interactivo

- 1.1 - Introdução
- 1.2 - Periodização, Regime Financeiro e Política Macroeconómica
- 1.3 - Fases da Modernização da Gestão da Dívida Pública
- 1.4 - Impacto Macroeconómico e Externalidades
- 1.5 - Linha mestras da Gestão da Dívida Pública em 1993-94

Secção II - A *Performance* da Gestão da Dívida Pública Externa em 1993-94

- 2.1 - Introdução
- 2.2 - Alterações na composição da carteira
- 2.3 - Critérios e elementos para avaliação da *performance*

Secção I - A Gestão da Dívida Pública em 1993-94 como um exemplo de planeamento estratégico interactivo

1.1. Introdução

- Conceito de planeamento estratégico interactivo
"As organizações podem co-produzir um futuro desejado e inventar os meios que o façam acontecer"
- Diagnóstico sobre a Carteira de Áreas Estratégicas de Negócio ("SBA Portfolio") em função da visão sobre o futuro.
- Identificação da agressividade estratégica e organizacional necessárias para co-produzir o futuro desejado
- Optimização do "SBA Portfolio" com integração interactiva ou subestratégias e suas sinergias com o meio envolvente num quadro global de coerência estratégica
- Dois exemplos: A matriz BCG (estratégia de posicionamento competitivo); a matriz de Rubin (visões estratégicas no sector público)

Matriz BCG

Alta	Estrelas	Tigres
Baixa	Vacas Leiteiras	Cães

Alta

Expansão

Baixa

Alta

Baixa

Quota do mercado em relação ao *leader*

Matriz de Rubin

Antecipação (a)	Oportunidades	Desígnio
Meio Envolvente		
Reacção (b)	Redução de riscos	Saga

Curto

Longo

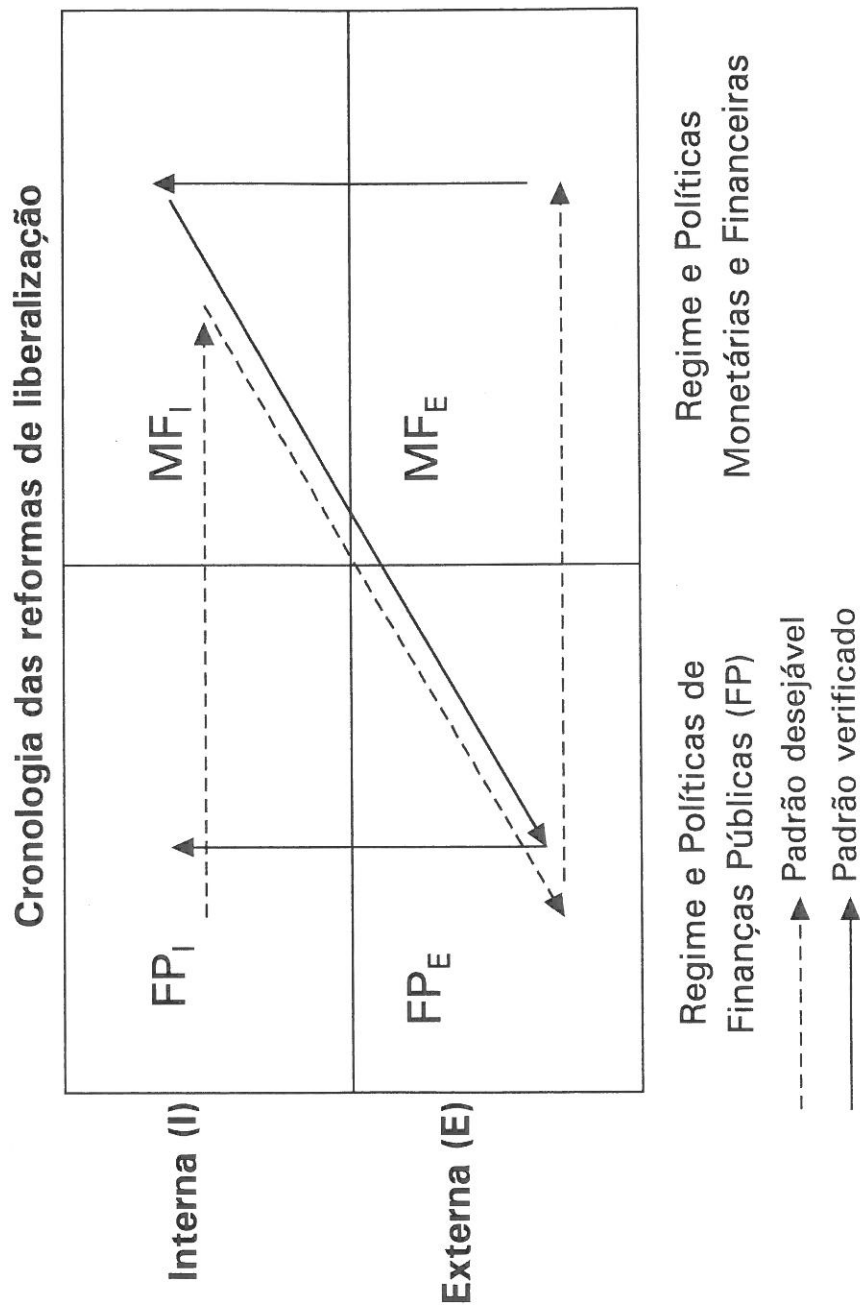
(a) Antecipação da ruptura para um futuro desejado

(b) Reacção a uma ruptura indesejada no presente

1.2. Periodização, Regime Financeiro e Política Macroeconómica

- O regime financeiro condiciona a política financeira do Estado e é por ela determinado
- 1974-85 : a fase do regime de repressão financeira
 - o financiamento barato de défices excessivos
 - o ciclo de "stop and go"
 - a oportunidade perdida para o lançamento das reformas liberalizantes
 - o financiamento monetário do défice e a eficácia do controlo monetário directo
- 1986-81 : a fase de semi-liberalização interna e externa
 - o erro de paralaxe e a sobreestimação do expansionismo da política orçamental
 - o dilema à Krugman da política económica e a inconsistência com a liberalização externa
 - as duas saídas possíveis
- 1992-99 : a fase de integração financeira plena na UEM
 - da plena convertibilidade do Escudo à plena integração financeira e à moeda única

- A co-produção do futuro desejado e a ordem das liberalizações financeiras internas e externas



- Questão: Se houve antecipação forçada da liberalização externa plena como interpretá-la?

1.3 Fases da Modernização da Gestão da Dívida Pública

- eliminação da subsídio implícita e orientação pró-mercado interno (1985-92).
- a queda da Dívida Externa para metade (1988-92)
- aceleração das reformas da Gestão da Dívida Pública (1993-94)
 - . "divórcio" Tesouro-Banco Central
 - . desenvolvimento do mercado interno
 - . criação de *benchmarks* no mercado internacional
- a agenda das reformas em 1994-95
 - . harmonização da fiscalidade
 - . criação de mercados de profissionais e de reportes
 - . criação de um mercado bolsista de futuros e opções
 - . alinhamento pelos melhores padrões de funcionamento

1.4. Impacto Macroeconómico e Externalidades

- impacto orçamental (eficiência e *crowding in*)
- efeito sobre a credibilidade da política económica
- efeito sobre o custo de financiamento das empresas

1.5. Linhas mestras da Gestão da Dívida Pública em 1993-94

- as duas novidades - o mercado interno de OTs a taxa fixa e as emissões externas sob novo formato
- efeitos catalisadores sobre os mercados e os regimes monetário e financeiro
- Questão: A Gestão da Dívida Pública em 1993-94, um exemplo de planeamento estratégico interactivo?

Secção II-A *performance* da carteira de Dívida Pública Externa em 1993-94

2.1. Introdução

- O contributo da diversificação internacional para a optimização de uma carteira de activos e passivos financeiros
- Diversificações habitualmente recomendadas
- Perfil conservador dos Tesouros como emitentes e outros objectivos que lhes estão atribuídos

2.2 Alterações desejadas na composição da carteira em 1993-94

- a reformulação estratégica e as novas prioridades
- a criação de uma curva de rendimentos no mercado interno
- a criação de *benchmarks* nas emissões externas
- a situação existente à data do recomeço das operações de emissões externas
- a importância de melhorar o *rating* da República

2.3 Critérios e elementos para avaliação da *performance*

Critérios

- a redução do custo do financiamento do Estado
 - . a redução dos *spreads* de emissão devido a estratégias pró-activas de sindicância e de *marketing*
 - . grau de exposição aos riscos de câmbio e de taxa de juro
 - . sensibilidade dos *yields* internos à variação do peso relativo da carteira externa
- ganho de credibilidade em emissões futuras através da criação de uma boa imagem.
- externalidades para as emissões internacionais de empresas privadas portuguesas
- em 1993 ocorreu o *bull market* da década e em 1994 o *bear market* da década

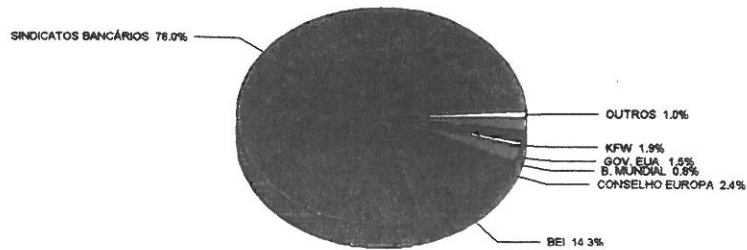
Elementos

- Emissão em Ienes
 - . Data: 12 de Fevereiro de 1993
 - . Montante: JPY 75,000,000,000
 - . Preço de emissão: 99,95 %
 - . Taxa de juro: 4,875 %
 - . Amortização: *bullet*, 12 de Fevereiro de 1998
- Emissão em Marcos
 - . Data: 28 de Junho de 1993
 - . Montante: DEM 1,500,000,000
 - . Preço de emissão: 101,975 %
 - . Taxa de juro: 7,125 %
 - . Amortização: *bullet*, 2 de Julho de 2003
- Emissão em Dólares
 - . Data: 8 de Outubro de 1993
 - . Montante: USD 1,000,000,000
 - . Preço de emissão: 99,35 %
 - . Taxa de juro: 5,75 %
 - . Amortização: *bullet*, 8 de Outubro de 2003
- Emissão em ECUs
 - . Data: 15 de Fevereiro de 1994
 - . Montante: ECU 750,000,000
 - . Preço de emissão: 98,325 %
 - . Taxa de juro: 6,00 %
 - . Amortização: *bullet*, 16 de Fevereiro de 2004
- Emissão em Marcos
 - . Data: 15 de Julho de 1994
 - . Montante: DEM 2,500,000,000
 - . Preço de emissão: 98,684 %
 - . Taxa de juro: LIBOR DM 6 meses + 0,0625 % (1º pagamento); restantes LIBOR DM 3 meses + 0,0625 % (sobre 360 dias)
 - . Amortização: *bullet*, 15 de Julho de 1999

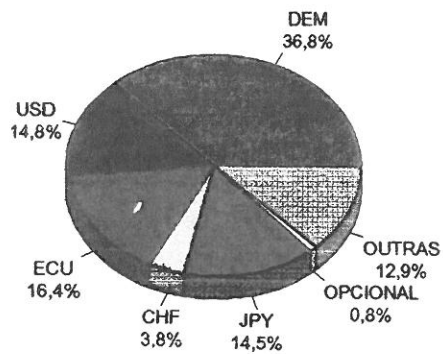
ESTRUTURA DA DÍVIDA PÚBLICA EXTERNA DIRECTA (*)

30 DE SETEMBRO DE 1994

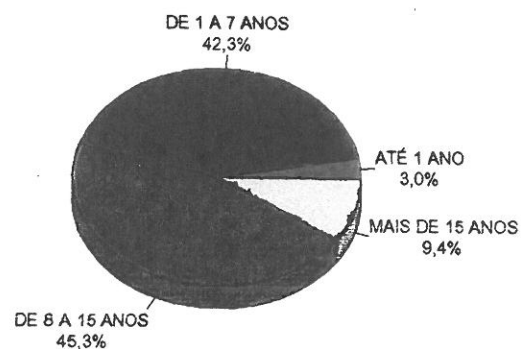
POR MUTUANTE



POR MOEDAS

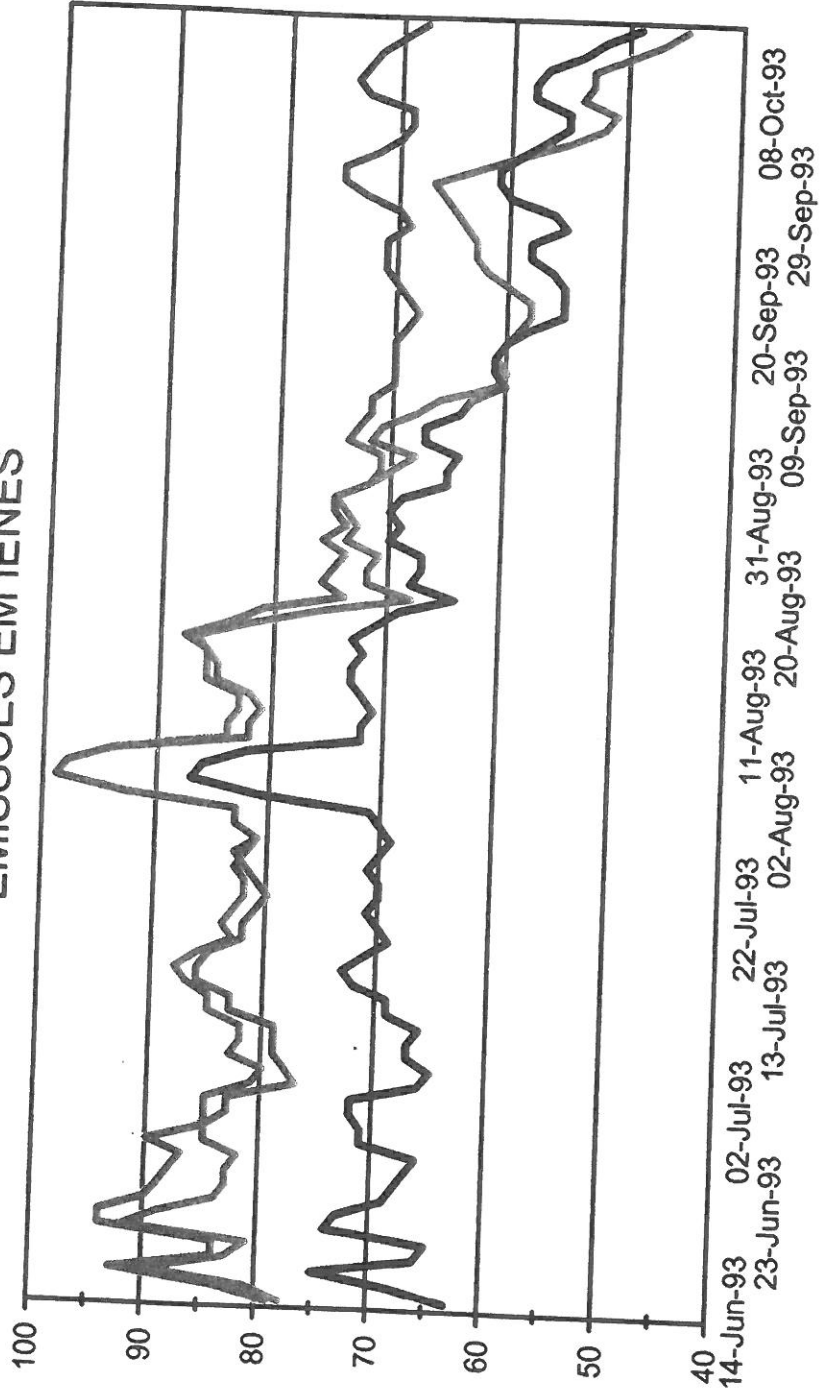


POR MATURIDADES



(*) Não inclui ainda as operações realizadas ao abrigo do Programa MTN

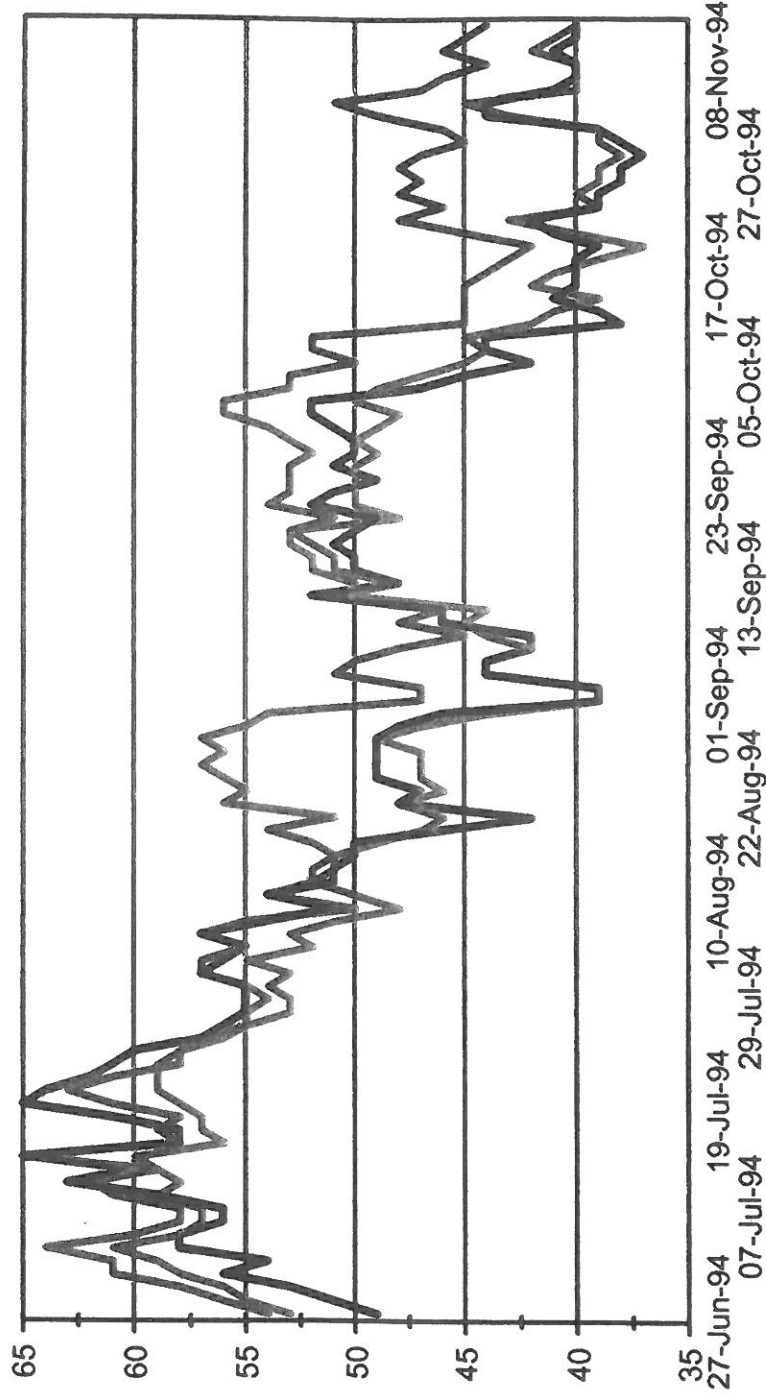
SPREADS (*) EMISSÕES EM IENES



— Portugal — Finlândia — Suécia

(*) Spreads relativamente a JGB 22/12/97

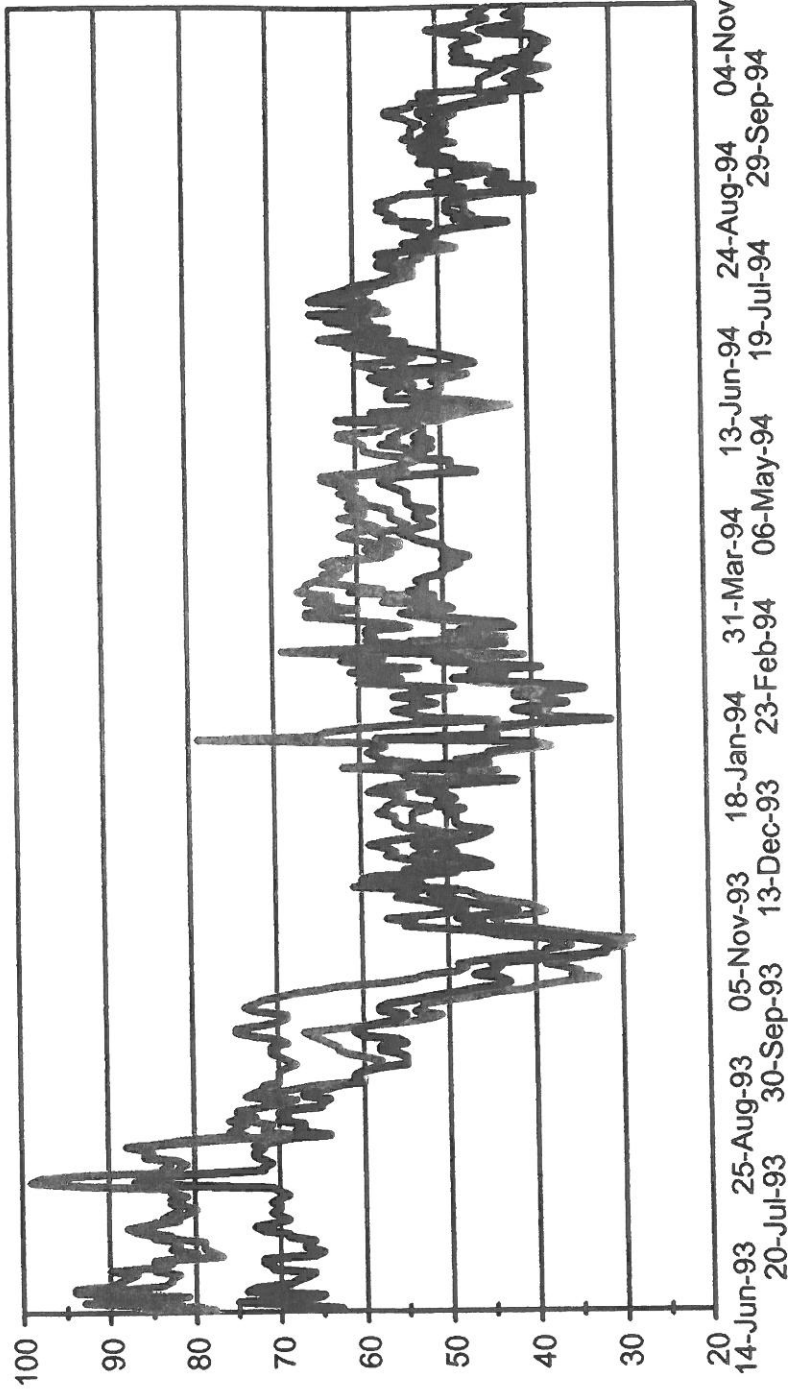
SPREADS (*)
EMISSÕES EM IENES



— Portugal — Finlândia — Suécia

(*) Spreads relativamente a JGB 22/12/97

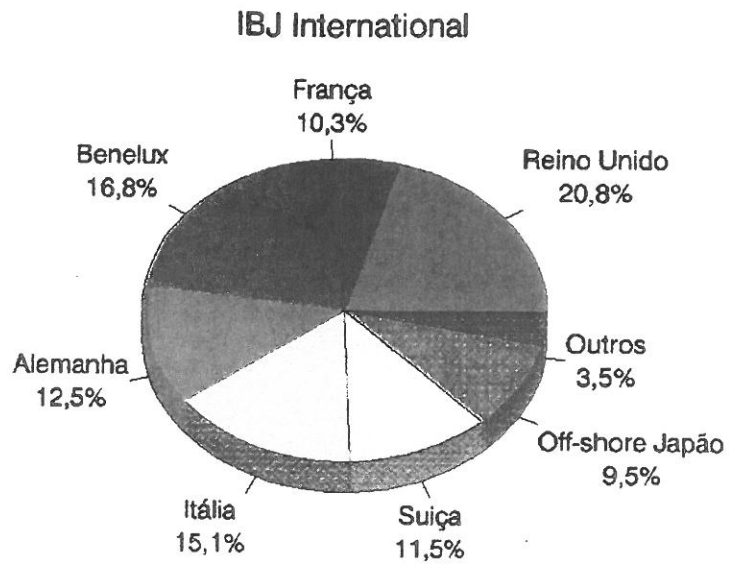
SPREADS (*) EMISSÕES EM IENES



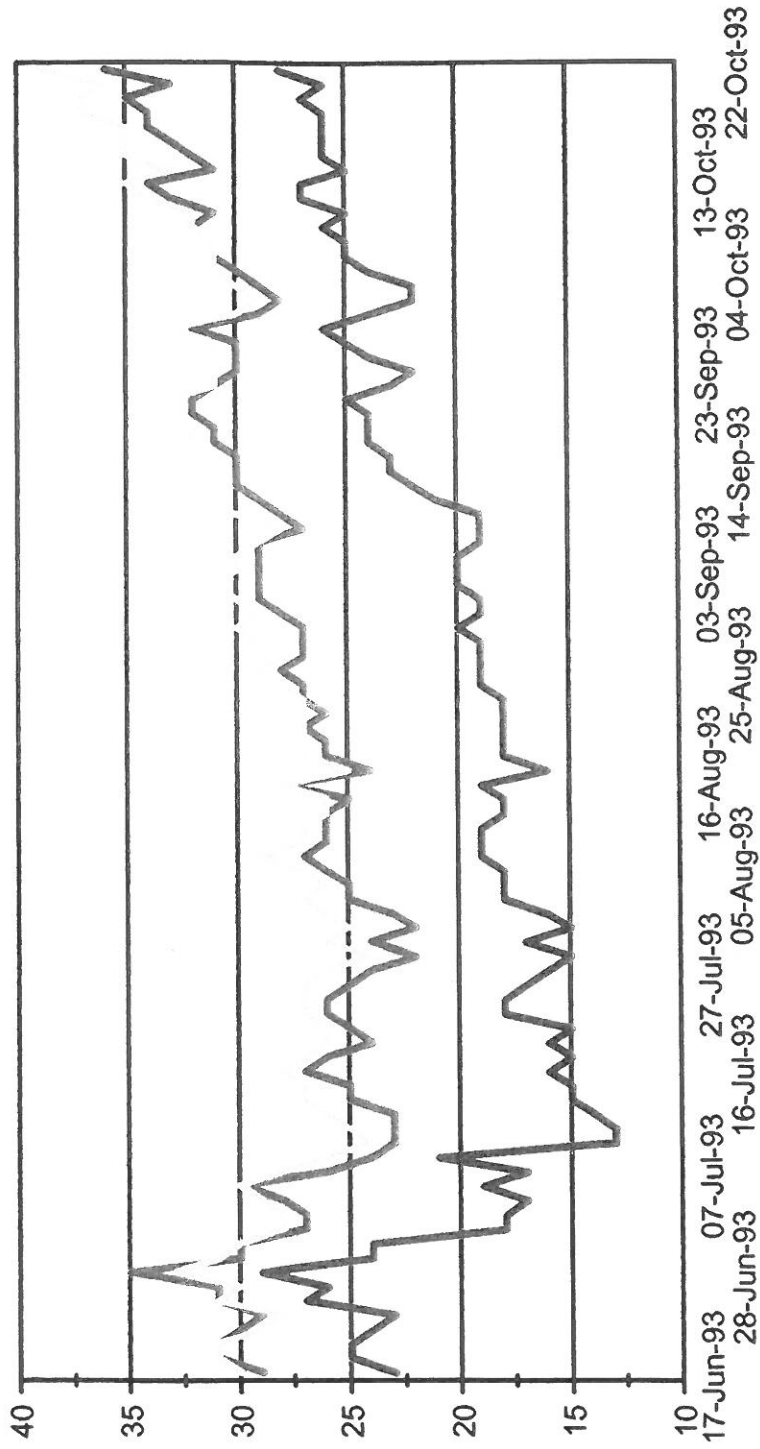
— Portugal — Finlândia — Suécia

(*) Spreads relativamente a JGB 22/12/97

Distribuição Geográfica da Emissão em Ienes



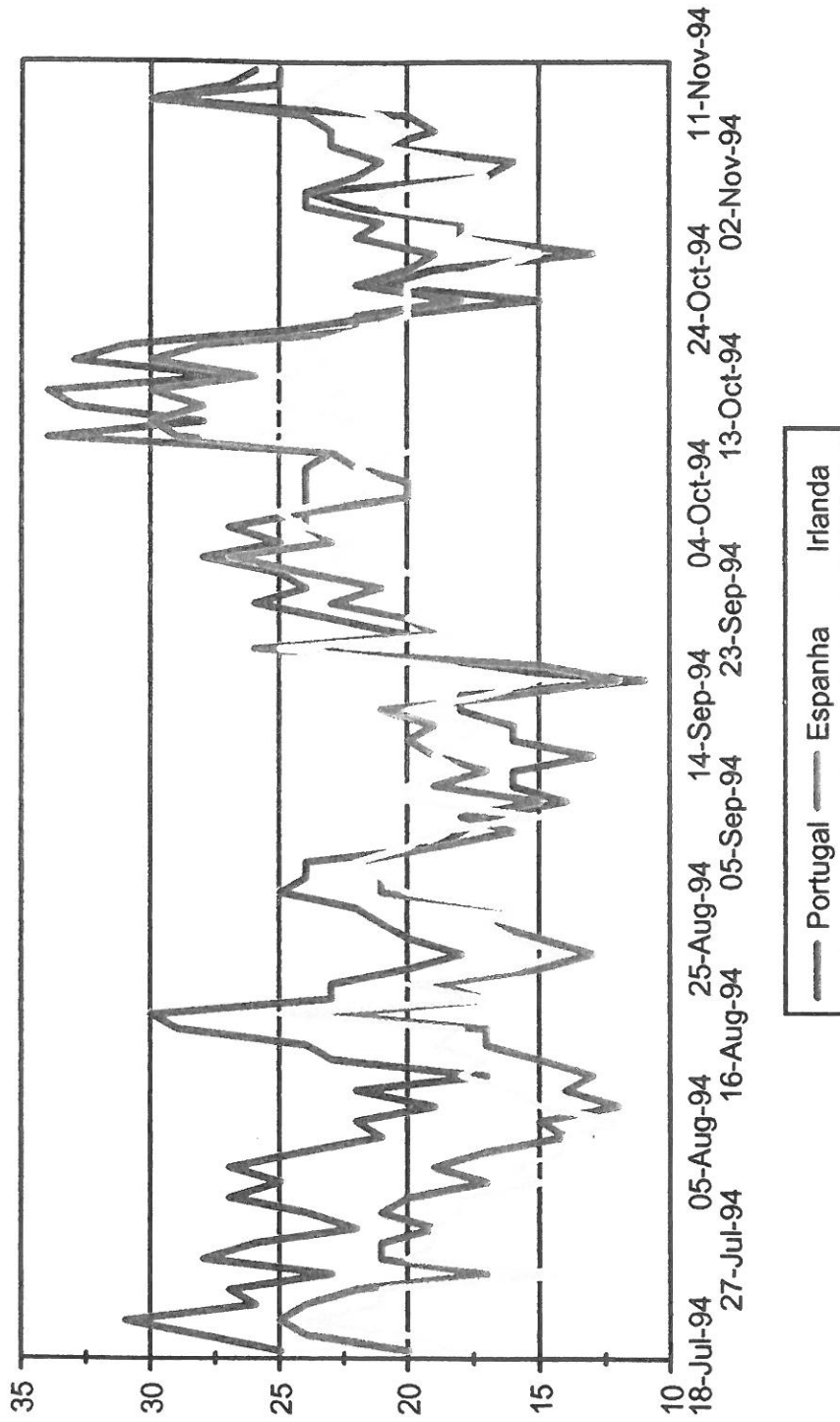
SPREADS (*) EMISSÕES EM MARCOS



— Portugal - - - Espanha . . . Irlanda

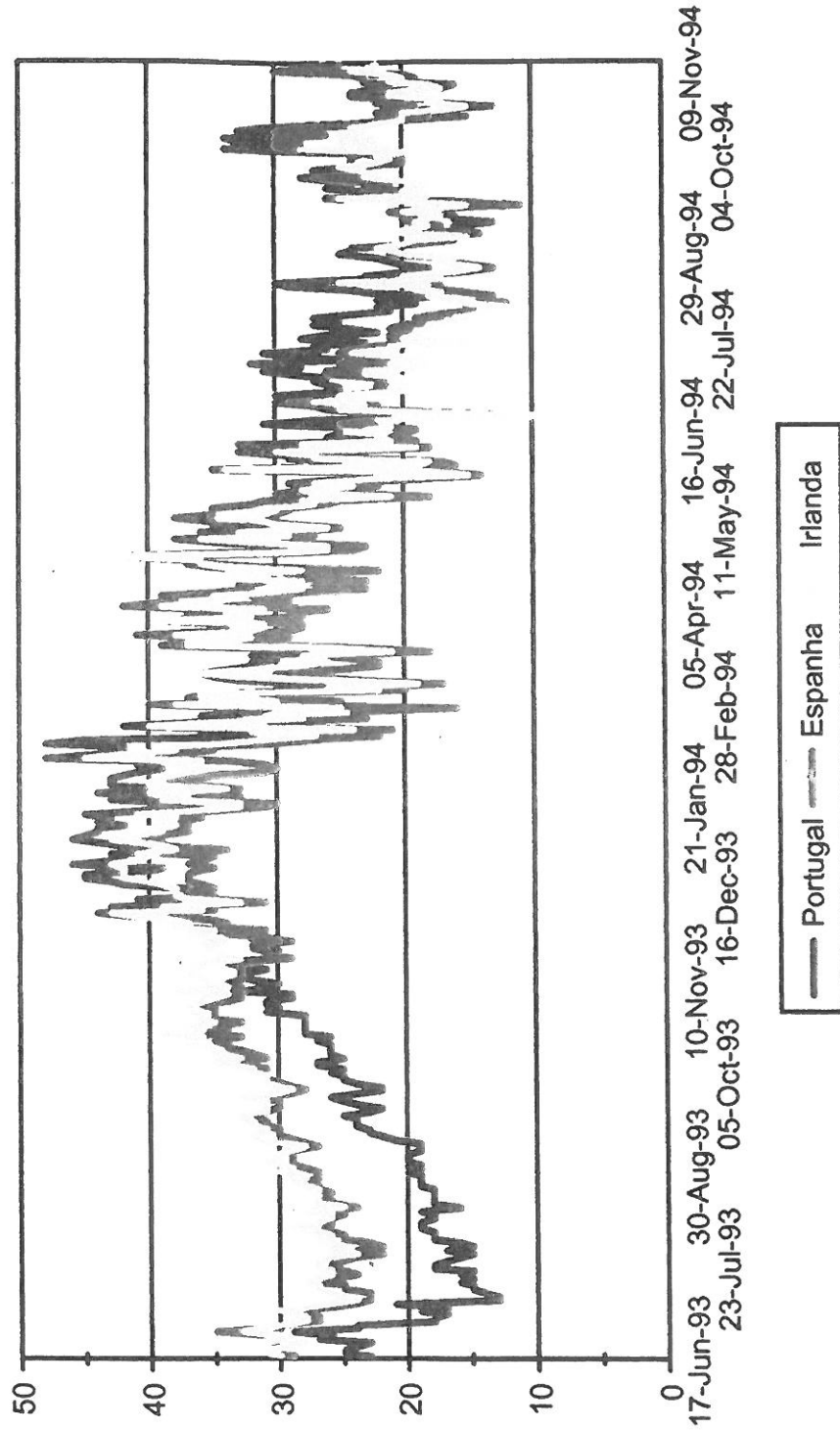
(*) Spreads relativamente à DBR 22/4/2003

SPREADS (*) EMISSÕES EM MARCOS



(*) Spreads relativamente à DBR 22/4/2003

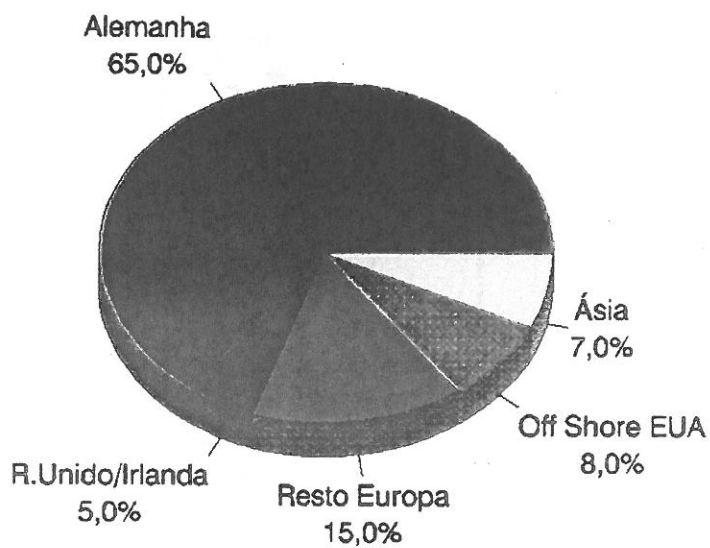
SPREADS (*) EMISSÕES EM MARCOS



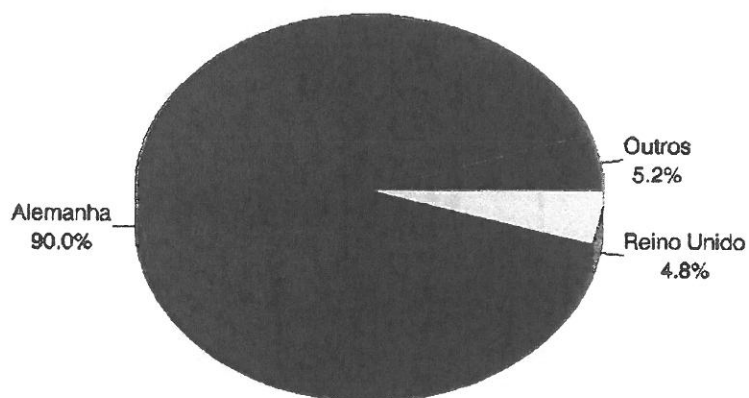
(*)Spreads relativamente à DBR 22/4/2003

Distribuição Geográfica da Emissão em DEM

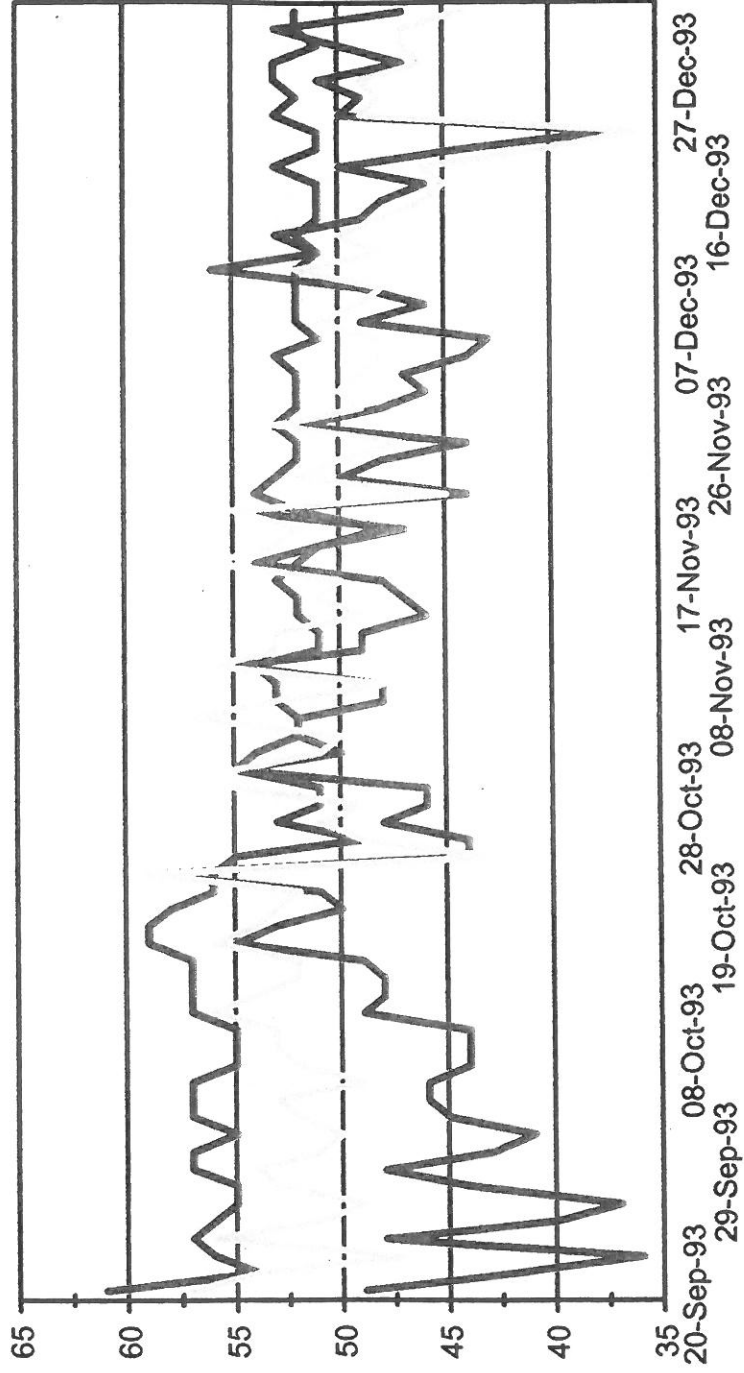
Commerzbank



Dresdner Bank



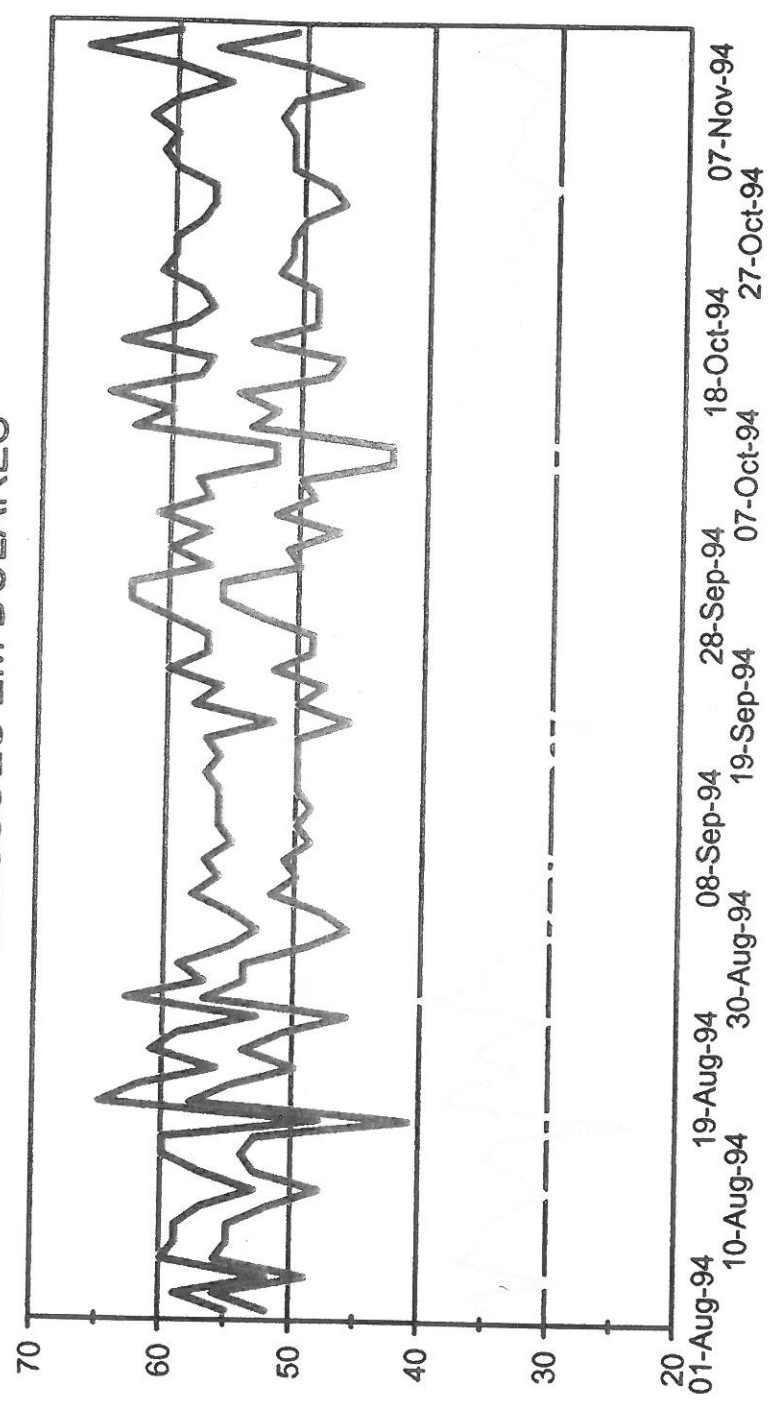
SPREADS (*)
EMISSÕES EM DÓLARES



— Portugal — Irlanda

(*) De 20/09/93 a 17/02/94 spreads calculados relativamente à GT 10Y 2003
 Apartir de 17/02/94 spreads calculados relativamente à GT 10 Y 2004

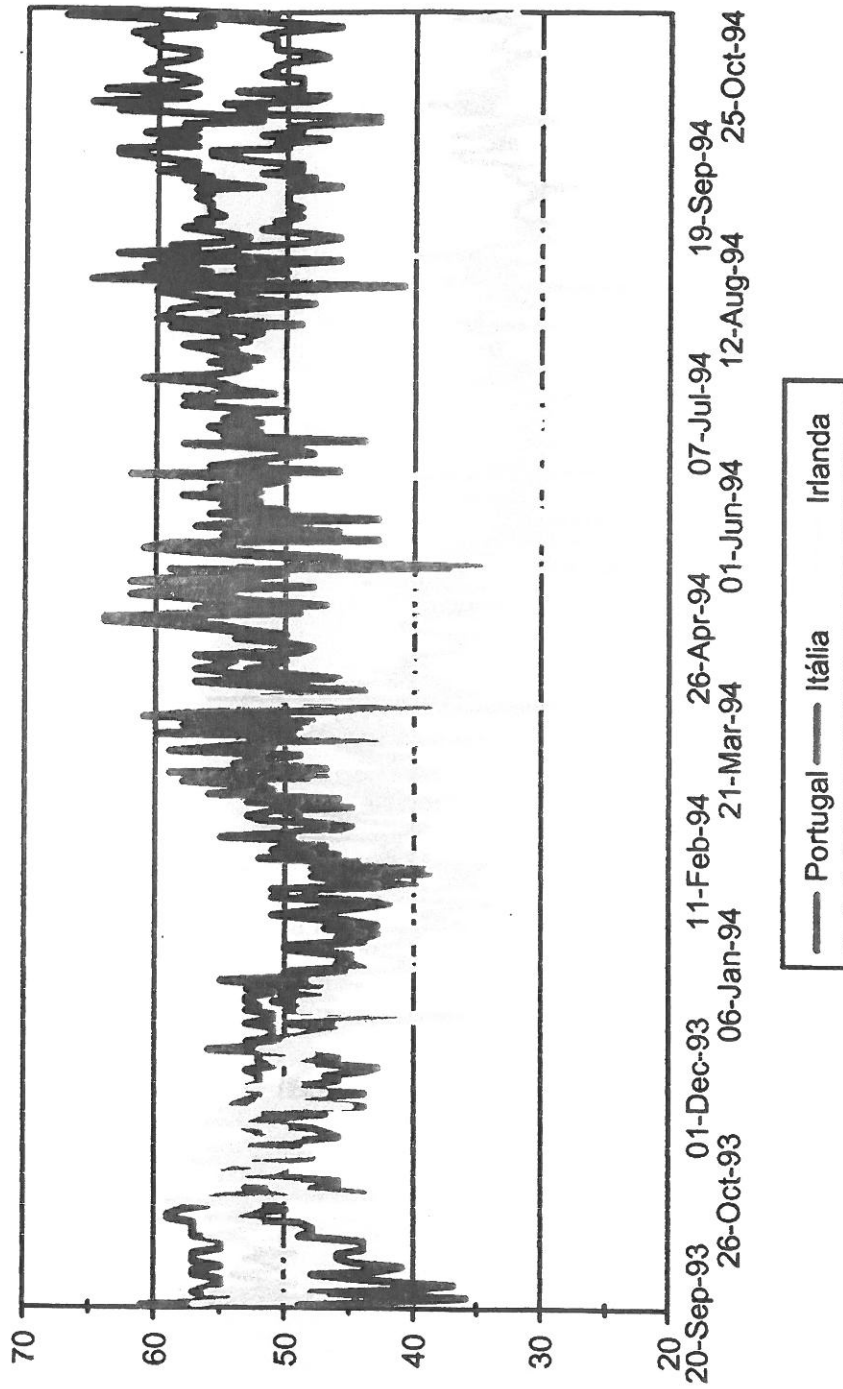
SPREADS (*)
EMISSÕES EM DÓLARES



— Portugal — Itália

(*) De 20/09/93 a 17/02/94 spreads calculados relativamente à GT 10Y 2003
 Apartir de 17/02/94 spreads calculados relativamente à GT 10 Y 2004

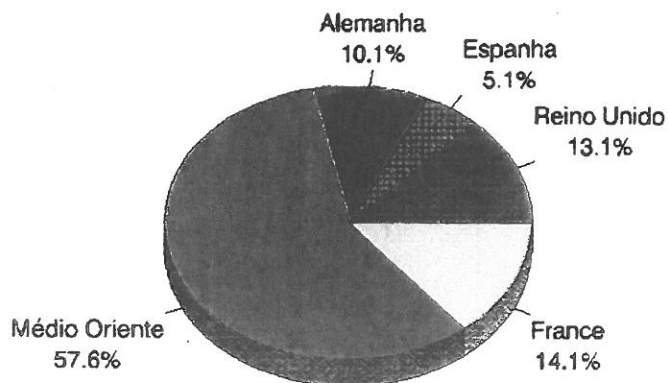
SPREADS (*) EMISSÕES EM DÓLARES



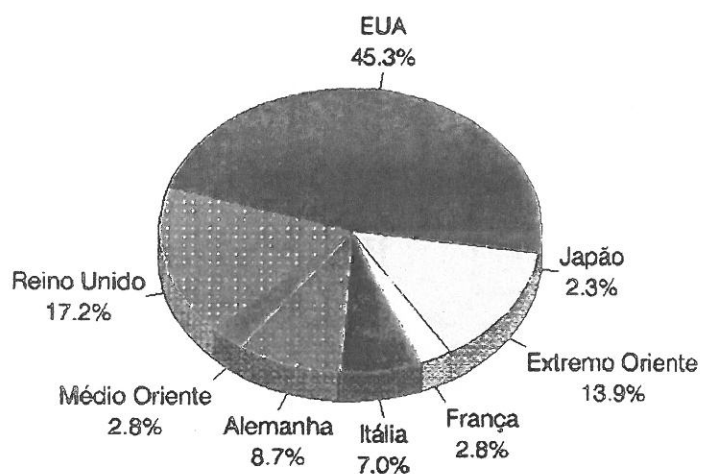
(*) De 20/ 09/ 93 a 1 7/ 02/ 94 spreads calculados relativamente à GT 10Y 2003
 A partir de 17/02/94 spreads calculados relativamente à GT 10 Y 2004

Distribuição Geográfica da Emissão em Dólares

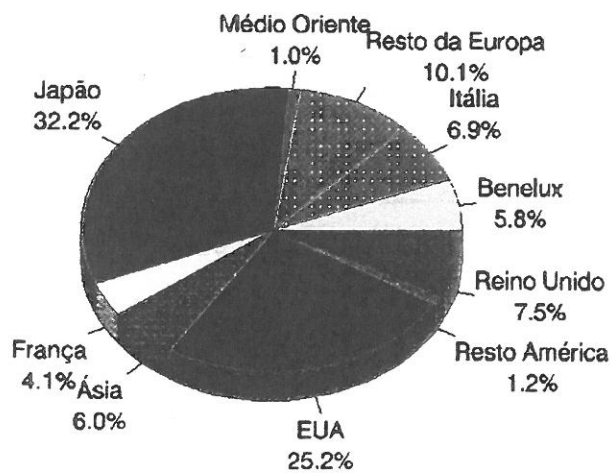
Paribas



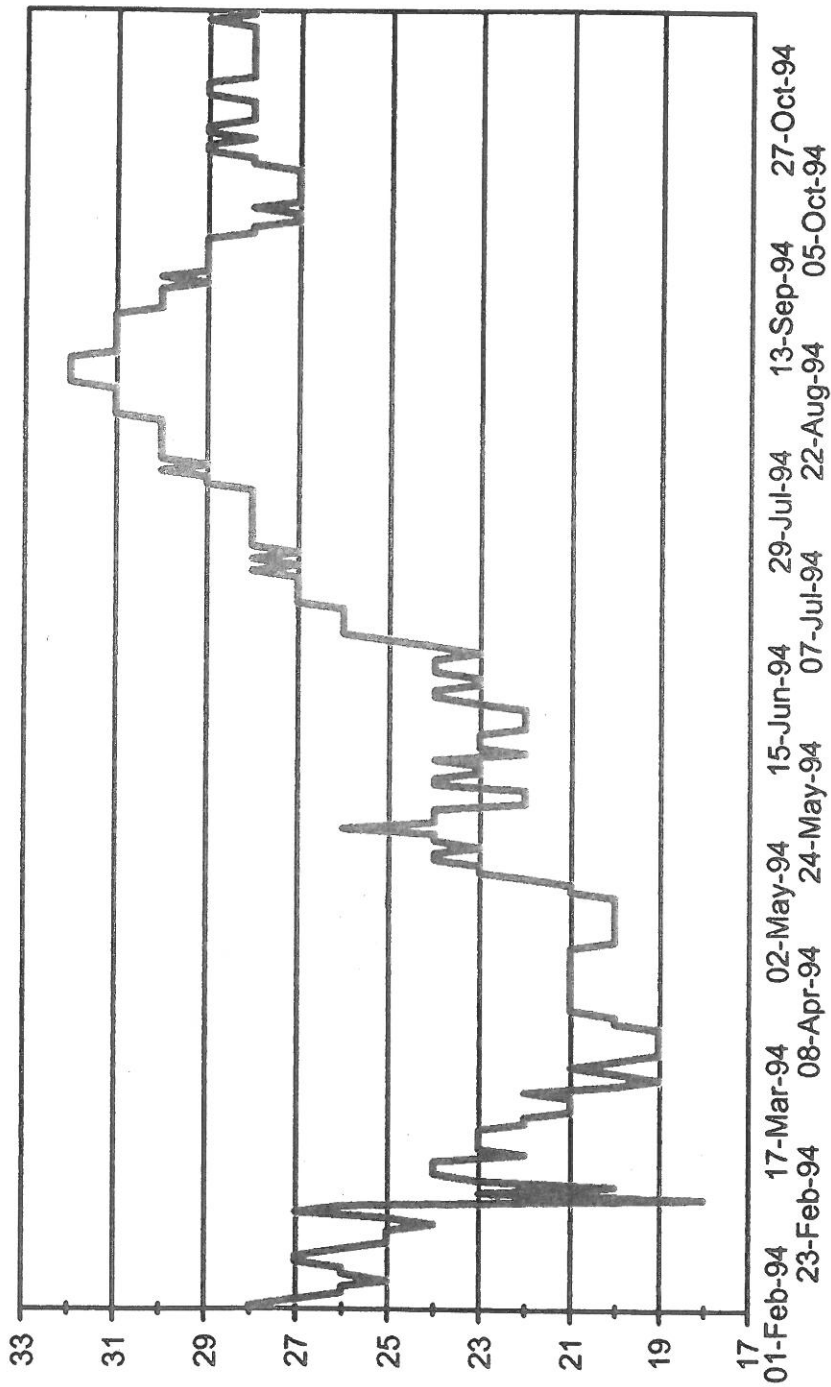
Merrill Lynch



IBJ International



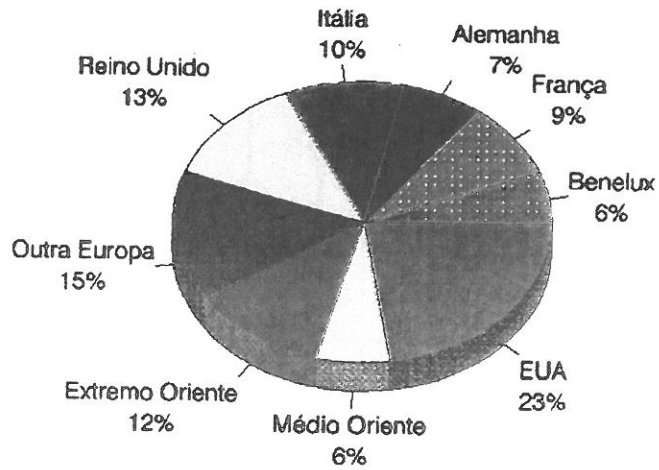
SPREAD DA EMISSÃO PORTUGUESA EM ECU SOBRE OAT 6% 2004 (*)



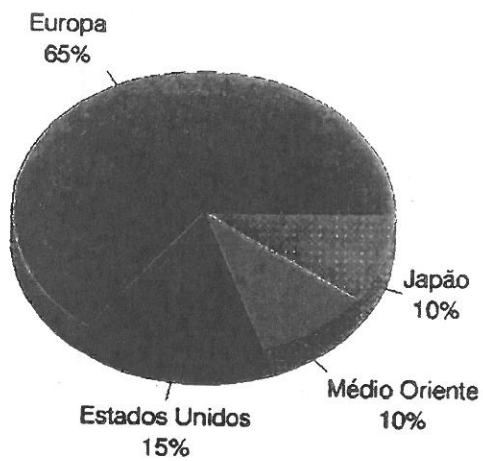
(*) Spread segundo a colocação do Paribas Banque

Distribuição Geográfica da Emissão em ECU

Paribas

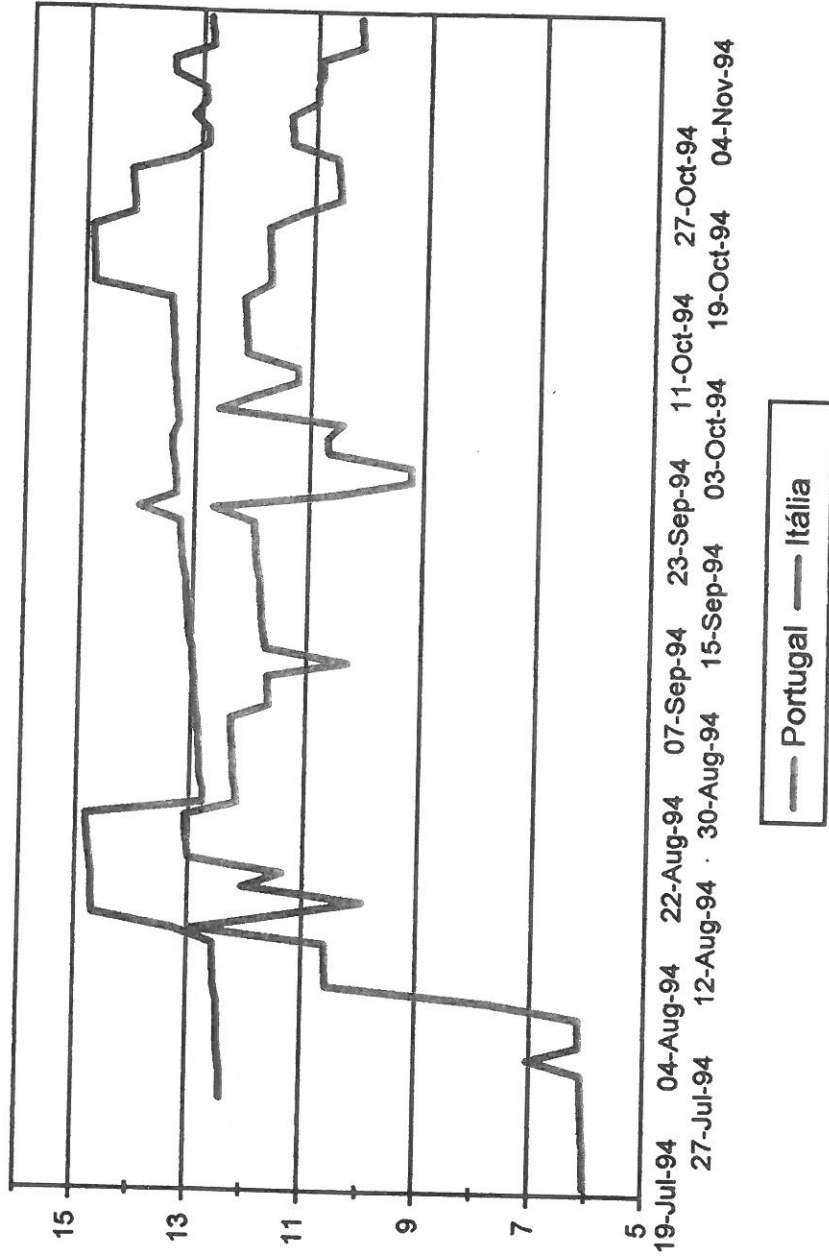


Merrill Lynch



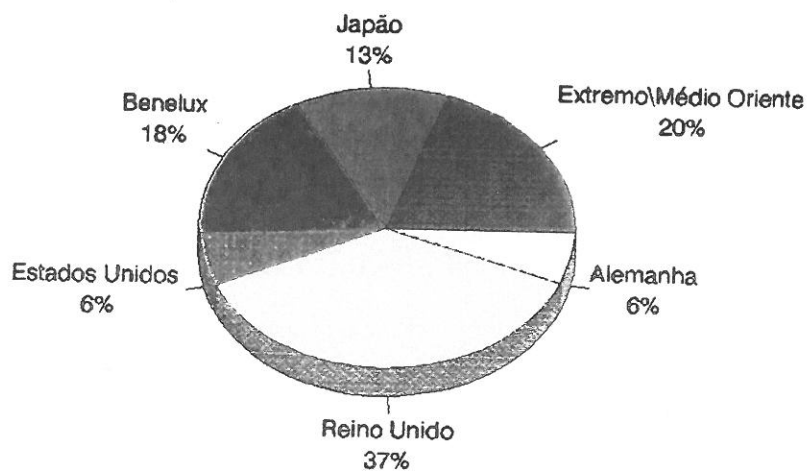
SPREADS EM RELAÇÃO À LIBOR 3M DM

EMISSÕES FLOATING EM MARCOS

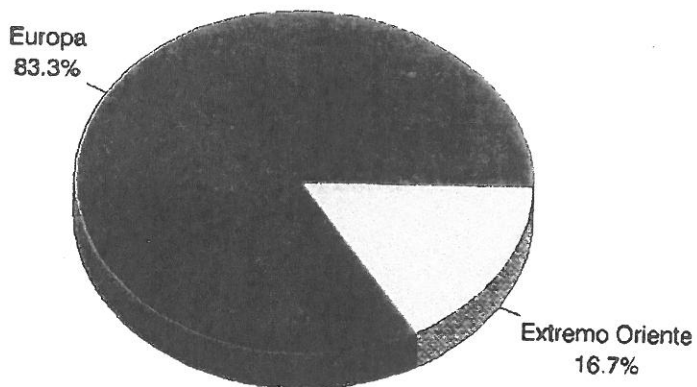


Distribuição Geográfica da Emissão em DEM Floating

Deutsche Bank



Paribas



Observações Finais

- A gestão macroeconómica pode atrasar ou comprometer as reformas no sistema financeiro
- A boa execução das reformas financeiras releva da visão estratégica das instituições decisoras
- O planeamento estratégico interactivo constitui um instrumento apropriado para desenvolver e partilhar essa visão
- As reformas da Dívida Pública em 1993-94 podem ser vistas como um exemplo de planeamento estratégico interactivo
- A diversificação internacional da carteira do Tesouro em 1993-94 constitui um elemento concretizador daquela visão
- Os resultados alcançados nas emissões externas foram extremamente positivos em termos de *performance* de gestão da carteira e de outros objectivos importantes do Tesouro.
- Prosseguimento da pesquisa

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS SELECCIONADAS

- Ackoff, R. A concept of corporate planning
John Wiley & Sons, Nova Iorque, 1970
- Ackoff, R. Creating the Corporate Future
John Wiley & Sons, Nova Iorque, 1981
- Antão, Mário
e Brito, Paulo "Financial liberalization and adhesion to EMS - dynamics of
adjustment in Portugal"
em Amaral, Lucena e Mello (ed)
The Portuguese Economy Towards 1992
Kluwer Academic Publishers,
Boston, EUA, 1992
- Ansoff, I.
e McDonnell, E. Implanting Strategic Management
2ª Edição, Prentice Hall, Nova Iorque, 1990
- Beleza, L.Miguel
e Macedo, J.Braga "Implicit Taxes and Credit Cellings: the Treasury and the Banks in
Portugal"
Doc. de Trabalho, Conferência do Banco de Portugal sobre Políticas
de Estabilização, Junho de 1989, Lisboa.
- BPI O Mercado de Obrigações em 1993
Boletins mensais "Mercados Financeiros"
Lisboa
- Bryson, J.M. Strategic Planning for Public and NonProfit Organizations
Jossey-Bass Inc. Pub., São Francisco, EUA, 1988
- CEGE Modernização do Estado - Instituições Públicas: Que modelos de
Gestão?
6ª conferência CEGE, ISEG, Lisboa, Maio de 1993

- Cox, J., Ingersoll, J. e Ross, S. "A Theory of the term structure of interest rates"
Econometrica, 53(2) Março, 1985, 385-407
- Fabozzi, F. e Garlicki, T. ed. Advances in Bond Analysis & Portfolio Strategies
Probus Pub Company, Chicago, 1987
- Gaspar, Vitor "Budgetary Deficits and Debt Policy: preliminary assessment of the Portuguese case"
Doc de Trabalho, Conferência do Banco de Portugal sobre Políticas de Estabilização, Junho de 1989, Lisboa.
- Giavazzi, F. e Spaventa, L. The "New" EMS
CEPR Discussion Paper nº 369, Londres, 1990
- J.P.Morgan Spanish fixed income securities market
Global Markets Report, Verão de 1993, Madrid
- Krugman, p. "Macroeconomic Adjustment and Entry into the EC: a Note"
em Bliss, C e Macedo, J.B. (ed)
Unity with Diversity in the European Economy
Cambridge University Press, Cambridge, EUA, 1989
- Levi, H. e Sarnat, H. "International Portfolio diversification"
em Herring, R. Managing foreign exchange risk
Wharton School, Cambridge University, Press, Cambridge, EUA, 1986
- Malkiel, B. "Term Structure of Interest Rates"
em Eatwell, J., Milgate, M. e Newman, P. (ed)
The New Palgrave - Finance
Mc Millan Press Ltd, Londres, 1989
- Merton, R. Continuous Time Finance
Blackwell, Nova Iorque, 1980
- Merril Lynch "Rationale for pricing a global bond issue"
Mimeo, Fevereiro de 1994, Londres

- Ministério das Finanças Aspectos da Evolução e da Gestão da Dívida Pública em Portugal
Lisboa, 1991
- Pinho, Manuel O Financiamento do Estado em 1994 e a modernização do mercado de capitais
Conferência Euromoney, Fevereiro de 1994, Lisboa.
- Pinho, Manuel A reforma do mercado de capitais
IPSD - Lisboa, 1984
- Quitard-Pinon, F. Marchés de Capitaux et Théorie Financière
Economica, Paris, 1993
- Sá, J. Vasconcelos e "A estratégia dos bancos em Portugal"
O Economista, Anuário da Economia Portuguesa, APEC, Lisboa, 1994
- Sousa, António de Introdução à Gestão - Uma abordagem sistémica
Verbo, Lisboa, 1990
- Stigum, Marcia The Money market
3ª edição, Irwin, Nova Iorque, 1990