

Gestão do Trust Fund de Cabo Verde (CVDTF) pelo Banco de Portugal



BANCO DE
PORTUGAL
EUROSISTEMA

Gestão do *Trust Fund* de Cabo Verde (CVDTF) pelo Banco de Portugal



BANCO DE PORTUGAL
EUROSISTEMA

Lisboa, 2019 • www.bportugal.pt

Índice

1 Sumário Executivo | 5

2 Origem do CVDTE: 1997–1998 | 7

2.1 Formalização | 7

2.2 Constituição | 11

3 Desempenho da Gestão: 1999–2019 | 13

3.1 Visão Global | 13

3.2 Visão Anual | 17

Caixa 1 • Proposta para o cálculo da rentabilidade da carteira – 2000 | 21

Caixa 2 • Renovação do *benchmark* em duas fases – 2004 | 31

Caixa 3 • *Downgrade* do *rating* de longo prazo atribuído a Irlanda – 2010 | 45

Caixa 4 • *Downgrade* do *rating* de longo prazo atribuído a Espanha – 2011 | 49

Caixa 5 • A degradação dos mercados financeiros na Europa e os impactos nos rendimentos: 2014–2019 | 67

1 Sumário Executivo

O presente documento tem por objetivo a análise e prestação de contas sobre a gestão do *International Support for Cabo Verde Stabilization Trust Fund* (CVDTF), que foi confiada ao Banco de Portugal, no âmbito da cooperação entre estados, tendo sido realizada com caráter *pro bono*. O contrato foi celebrado em Lisboa, a 31 de dezembro de 1998, entre a Fiduciária Internacional Lda (*trustee* do fundo) e o Banco de Portugal. A análise refere-se ao período compreendido entre junho de 1999 e julho de 2019.

O CVDTF foi constituído em 1999, tendo tido origem em fundos oriundos de privatizações e de donativos de parceiros externos da República de Cabo Verde, com o propósito de contribuir para sanear a dívida interna do país.

A gestão foi conduzida de forma a maximizar a rentabilidade dentro do perfil de risco definido, procurando assegurar a preservação do capital, sendo aquela regida por um conjunto de Normas Orientadoras da Gestão (contrato e respetivas *guidelines*), devidamente sancionadas pelo Banco de Portugal e pelas autoridades cabo-verdianas. O capital previsto a realizar seria de 180 milhões de dólares americanos, tendo sido realizados cerca de 108 milhões de dólares americanos. A carteira, gerida pelo Banco de Portugal, tinha como moeda base o euro.

Trimestralmente, o Banco de Portugal forneceu ao Delegado do Governo e ao Conselho de Supervisão, relatório de execução de contrato de gestão do CVDTF, com análise das contas, operações e movimentos do CVDTF. Anualmente foi disponibilizada uma análise dos elementos facultados trimestralmente e da *performance* do conjunto do ano. A gestão do CVDTF ficou sujeita a auditoria externa pedida pelas autoridades de Cabo Verde.

O Banco de Portugal comprometeu-se a transferir os rendimentos até 15 dias após a respetiva comunicação para a conta a indicar pelo Delegado do Governo. Todos os encargos associados à gestão do património correram por conta do Banco de Portugal. A partir de 2016 o CVDTF suportou os custos relativos aos fundos existentes na conta junto do correspondente. O contrato permitia que as dotações do fundo, a pedido e por iniciativa do Delegado do Governo, pudessem ser mobilizadas antecipadamente, no todo ou em parte.

As *guidelines*, anexas ao contrato, estabeleciam quais as operações e instrumentos autorizados, assim como os prazos máximos de investimento por tipo de instrumento, as moedas de investimento autorizadas, os limites de risco de crédito e de exposição e ainda os limites de exposição de taxa de juro, medidos através da *modified duration*. Encontrava-se igualmente estabelecida nas *guidelines* a forma de avaliação da *performance*, assim como a composição do *benchmark*, em relação a cuja *performance* será medida a da carteira. Foi estabelecido um *benchmark* com uma perspetiva de investimento *buy and hold* e uma contabilização em *accrued yield*, sendo os títulos mantidos em carteira até ao vencimento.

Entre 1999 e 2019, o mercado de taxa de juro soberana europeu passou por períodos muito distintos. A gestão do CVDTF, pelo Banco de Portugal, permitiu gerar, durante o período de atividade do fundo, rendimentos superiores a 63 milhões de euros, o que resultou numa taxa de rentabilidade acumulada de 3,08% e numa *outperformance* de 57 pontos base (pb) face ao *benchmark*. O fundo foi extinto a 30 de julho de 2019.

O presente documento apresenta-se dividido em duas secções: na primeira secção, intitulada “origem do CVDTF: 1997–1998”, é apresentado o processo de negociação que levou à constituição do fundo e subsequente gestão por parte do Banco de Portugal. A segunda secção intitulada “desempenho da gestão: 1999–2019” ilustra os rendimentos e *performance* obtida, bem como a evolução dos mercados financeiros e cambiais e a gestão efetuada, começando com uma visão global da gestão e, posteriormente, a visão de cada ano.

2 Origem do CVDTF: 1997–1998

2.1 Formalização

O processo de negociação entre o Banco de Portugal e o Estado de Cabo Verde para a gestão de um *Trust Fund*, teve início em 25 de julho de 1997, através de um protocolo assinado entre a República Portuguesa e a República de Cabo Verde.

O objetivo deste protocolo era providenciar cooperação no domínio monetário e cambial através da criação de condições para estabilidade cambial ao nível dos dois países, ficando também acordada a criação de um *Trust Fund*, cujos capitais iniciais resultariam de receitas oriundas de privatizações, no âmbito do Programa de Reformas Económicas, e de contribuições de parceiros internacionais de Cabo Verde. Neste contexto, foi constituído um grupo de trabalho entre ambos os estados.

As autoridades cabo-verdianas viriam ainda a celebrar um Acordo de Cooperação Cambial (ACC)¹ com as autoridades portuguesas, destinado a proporcionar estabilidade, fomentando o investimento e o desenvolvimento económico e, a negociar um programa de *Standby* com o Fundo Monetário Internacional (FMI), ambos pilares fundamentais do Programa de Reformas Económicas.

Em setembro de 1997 decorreu a primeira reunião do grupo de trabalho acima referido, onde ficou expresso que, no âmbito do *Trust Fund*, constituído com base em recursos a obter junto de países doadores, ficaria estabelecido, como pressuposto das negociações em curso, a obtenção de um mínimo de 50% do montante de 100 milhões de dólares americanos até finais do primeiro trimestre de 1998.

As autoridades cabo-verdianas elaboraram, em conjunto com o seu consultor e representante junto das autoridades portuguesas, Prof. Êrnani Lopes, um memorando intitulado **“Criação e implementação do *off-shore Trust Fund* como instrumento do programa de estabilização e ajustamento estrutural do Governo de Cabo Verde para 1998”** que constituiu um dos pilares essenciais para a formalização do *Trust Fund*, pois agrupou um conjunto de matérias que viriam a ser convertidas em lei e a constituir as bases da criação do *Trust Fund*, nomeadamente:

- Razão de ser do off-shore Trust Fund
- Natureza e constituição
- Visão de conjunto do funcionamento
- Órgãos e serviços
- Geração e repartição dos resultados
- Instrumentos e os mecanismos

Este memorando, datado de dezembro de 1997, foi apresentado ao Banco de Portugal em fevereiro de 1998.

¹ Assinado a 13 de março de 1998.

Razão de ser do *off-shore Trust Fund*

O memorando descrevia o *Trust Fund* como uma componente instrumental essencial do programa de estabilização e ajustamento estrutural do Governo de Cabo Verde, através do apoio da comunidade internacional de uma contribuição na ordem de 100 milhões de dólares americanos.

A criação do fundo constituía uma operação inédita, uma vez que permitiria a eliminação, em termos macroeconómicos controlados, da dívida pública interna o que, por via da anulação dos encargos com juros, constituiu condição indispensável para a redução e controlo do défice orçamental. Além disso, a utilização do fundo como instrumento era possível do ponto de vista técnico e aceite pelos parceiros internacionais de Cabo Verde, porque o país reunia condições próprias adequadas ao esforço de cooperação financeira que esta solução implicaria.

Natureza e constituição

Para se compreender a relevância do *Trust Fund* no conjunto da política de estabilização e ajustamento estrutural no contexto da economia cabo-verdiana no período 1998-2000, é importante salientar quatro elementos simultâneos que lhe conferiam a sua especificidade:

1. Uma injeção exógena e pontual de recursos externos, em divisas, numa economia pobre e dependente, com bom registo da ajuda internacional.
2. Uma afetação pré-determinada, por parte do Governo de Cabo Verde, de um montante significativo (na ordem de 80 milhões de dólares americanos) dos recursos obtidos por via de privatizações.
3. Uma operação pontual (*one shot*) de eliminação da dívida pública interna.
4. Uma operação de *proto-consolidação* da dívida pública.

Considerando todos estes fatores, o *Trust Fund* era considerado um dos elementos centrais de todo o processo de estabilização, porque permitia:

- Absorver, a favor de Cabo Verde, uma forte injeção exógena de recursos.
- Expurgar todo o impacto inflacionista.
- Criar condições para o controlo do défice orçamental.

Relativamente à constituição e funcionamento do *Trust Fund*, o objetivo das autoridades cabo-verdianas era que este fosse propriedade do Governo de Cabo Verde (através do Tesouro), mas necessariamente *off-shore*, por questões de separabilidade (apenas os fluxos de rendimentos entram no funcionamento corrente do sistema económico de Cabo Verde), motivos fiscais e também de modo a permitir a prevenção de efeitos desestabilizadores no interior da economia (uma vez que o volume previsto era cerca de metade do PIB de Cabo Verde).

Visão de conjunto do funcionamento

A criação do fundo permitia a concentração de recursos exógenos (ajuda internacional e receitas de privatizações) numa conta do Tesouro que cumpria o duplo papel de conta de “concentração e passagem”.

Foi introduzido um circuito fundamental de “conversão financeira instrumental” em que, por uma operação de transformação financeira nas contas do Banco de Cabo Verde (BCV), se converteram, sempre na base de 1/1 e por conta e ordem do Governo de Cabo Verde, os títulos representativos da participação no capital do fundo (designados por **Títulos de Participação – TPs**) em novos títulos, criados por legislação própria (designados por **Títulos Consolidados de Mobilização Financeira - TCMF**).

A utilização conjugada destes elementos (a injeção exógena inicial e a capacidade de utilização dos TCMFs para a transformação jurídico-política da natureza dos ativos financeiros em que a dívida pública interna se exprime) permitiram a realização da “conversão financeira objetivo”, i.e., a eliminação da dívida pública interna.

Figura 1 • Mecanismo de eliminação da dívida pública interna

Trust Fund		Governo Cabo Verde / Tesouro		Banco Cabo Verde / Bancos / Público	
USD	TP _{USD}	TP _{USD}	Donativos + TCMF _{CVE} - Dívida Pública (BT + OT)	- Dívida Pública (BT + OT) + TCMF _{CVE}	

Onde:

TCMF _{CVE}	Títulos de Consolidação de Mobilização Financeira (Escudo Cabo-Verdiano)
BT	Bilhetes do Tesouro
OT	Obrigações do Tesouro
CVE	Denominação do Escudo Cabo-Verdiano

Neste âmbito, o Banco de Cabo Verde executou duas operações:

1. Emite TCMF_{CVE} por conta do Governo de Cabo Verde.
2. Coloca TCMF no público, por contrapartida da absorção de BT e OT.

Órgãos e serviços

O *Trust Fund* foi dotado de dois órgãos internos: o Delegado do Governo de Cabo Verde e o Conselho de Supervisão e de dois serviços externos: a sociedade gestora e a entidade auditora.

O **Delegado do Governo**, diretamente nomeado pelo Ministério das Finanças de Cabo Verde, é o representante formal da soberania da República no *Trust Fund*, com as competências de escolher e designar a sociedade gestora, acompanhar regularmente a evolução e contas do *Trust Fund*, com base nos relatórios da sociedade gestora, prestar informações e ouvir obrigatoriamente a opinião do Conselho de Supervisão sobre todas as matérias de competência do Conselho de Supervisão, estabelecidas nos estatutos do *Trust Fund*, e reportar regularmente ao Governo de Cabo Verde sobre o andamento e desempenho do fundo e, em particular, de todos os restantes órgãos e serviços.

O **Conselho de Supervisão** teria de *i)* reportar regularmente (numa base trimestral) ao Governo de Cabo Verde, através do Ministério das Finanças, sobre todas as matérias referentes ao *Trust Fund*; *ii)* formular e submeter ao Governo quaisquer propostas relativas a eventuais aperfeiçoamentos ou correções que se mostrem necessárias; *iii)* acompanhar a atuação do Delegado do Governo e aconselhar sobre a escolha da sociedade gestora; *iv)* supervisionar a política de aplicações da sociedade gestora e *v)* elaborar, pelo menos anualmente, um relatório para o Governo de Cabo Verde, dando parecer anual sobre as contas do fundo e sobre o relatório de execução da sociedade gestora.

A duração do fundo ficou indeterminada e quanto à sua extinção, caberia ao Governo de Cabo Verde tomar essa decisão, com parecer favorável do Conselho de Supervisão. O valor de liquidação em divisas reverte para o Tesouro.

Geração e repartição dos resultados

De acordo com o memorando elaborado seriam três os destinatários/beneficiários dos resultados líquidos do *Trust Fund*:

1. **Os detentores de TCMF** (as entidades, basicamente o sistema bancário, anteriormente detentoras de BT e OT que, entretanto, foram substituídos por TCMF).
2. **O BCV** (em que se procurou estabelecer uma fonte de receitas, verdadeiramente uma renda, que contribuísse exogenamente para o equilíbrio de exploração do Banco Central).
3. **O Tesouro**, sendo que a parcela transferida não se destinava a financiar diretamente despesas públicas mas a alimentar a constituição de um fundo público, propriedade do Governo de Cabo Verde, a ser movimento em condições especiais e com a designação de FEED – Fundo Especial de Estabilização e Desenvolvimento.

Instrumentos e os mecanismos

Foram criados quatro instrumentos: o *Trust Fund*, os Títulos de Participação (TP), os Títulos Consolidados de Mobilização Financeira (TCMF) e o Fundo Especial de Estabilização e Desenvolvimento (FEED).

• Títulos de Participação (TP)

São a expressão titularizada da propriedade do capital do *Trust Fund*. Foram emitidos pelo *Trust Fund*, em contrapartida do recebimento de várias divisas, e são propriedade do Governo de Cabo Verde, através do Tesouro.

Estes títulos eram desdobráveis em duas componentes, capital e rendimento, dando origem a duas séries de títulos: uma, exclusivamente representativa da titularidade do capital do fundo (designados por Títulos de Participação/Capital ou TP/Cs); outra, exclusivamente representativa do direito a participação nos rendimentos do fundo (designados por Títulos de Participação/Rendimento ou TP/Rs).

O Governo de Cabo Verde, através do Tesouro, manteria os TP/Cs parqueados no Banco de Cabo Verde durante todo o tempo da existência do *Trust Fund* (sem direito a qualquer rendimento). Caberia também ao Governo de Cabo Verde, através de legislação adequada, criar as condições para que o Banco de Cabo Verde procedesse à conversão, ao par, dos TP/Rs em TCMF, criando assim um novo tipo de título de rendimento perpétuo, destinado exclusivamente a ser trocado pelos títulos (BT e OT) representativos da dívida pública interna.

• Títulos Consolidados de Mobilização Financeira (TCMF)

São títulos específicos, desenhados à medida da operação de eliminação da dívida pública interna. Destinaram-se a ser trocados, ao par, pela totalidade de BT e OT em circulação, desse modo anulando a dívida pública interna.

Os TCMF, que dão direito a um rendimento variável perpétuo, passaram a constituir um imobilizado no Ativo do balanço das instituições, anteriormente credoras do Estado a curto/médio prazo e, posteriormente, detentoras de um ativo que lhes confere o direito a um rendimento de títulos perpétuos/consolidados. A negociabilidade dos TCMF (que constituem ativos em carteira nos bancos) seria definida por lei.

• Fundo Especial de Estabilização e Desenvolvimento (FEED)

Este seria um fundo público, propriedade do Governo de Cabo Verde, na dependência direta do Ministério das Finanças. Este fundo, que seria alimentado, na sua origem pela transferência de parte dos rendimentos líquidos do *Trust Fund*, a constituir, também seria um fundo *off-shore*. Pretendia-se que fosse gerido por uma sociedade gestora própria e que a utilização dos seus recursos fosse realizada em ligação estreita com a estratégia de desenvolvimento económico-social de Cabo Verde.

2.2 Constituição

No seguimento de uma reunião realizada entre o Banco de Portugal e os elementos da comitiva de Cabo Verde, em março de 1998, o Banco de Portugal enviou às autoridades cabo-verdianas informação sobre a gestão do *Trust Fund* de Cabo Verde, que continha uma versão inicial da *Documentação Regulamentadora da Gestão do Fundo pelo Banco de Portugal* (contrato de gestão e *guidelines*) e um anexo com “Alternativas para a determinação da composição do *benchmark*”.

De acordo com as otimizações efetuadas naquela data, os resultados apontavam para uma carteira ótima constituída com moeda base o marco alemão (DEM) em vez de escudo de Cabo Verde (CVE).

Para satisfazer o objetivo de preservação integral do capital no final do horizonte de planeamento, o Banco de Portugal propunha: *i)* que não fosse assumido risco cambial, isto é, que os investimentos do fundo fossem feitos exclusivamente na moeda que se seleccionasse para a denominação do respetivo capital (ou cobertos para essa moeda); *ii)* que a maturidade residual dos investimentos fosse inferior ou igual ao período residual até ao final do horizonte de planeamento, a fim de evitar perdas de capital por efeito do risco de taxa de juro e, *iii)* rigorosa seleção de contrapartes, de modo a reduzir o risco de crédito a um nível que se pudesse considerar insignificante, pelo que foi proposto a adoção de critérios idênticos aos da gestão de reservas do Banco de Portugal.

O *International Support for Cabo Verde Stabilization Trust Fund* (CVDTF) foi criado e aprovado em lei², pelo Estado de Cabo Verde, em 17 de agosto de 1998, no âmbito do seu novo Programa de Reformas Estruturais, tendo este emitido os Títulos de Consolidação de Mobilização Financeira (TCMF). Com base na lei que cria estes títulos, o Estado de Cabo Verde obriga-se a adquirir os TCMF num período máximo de 20 anos. Consequentemente foi criado o cargo de Delegado do Governo junto do CVDTF, principal responsável pela gestão do CVDTF e, simultaneamente, o representante do Ministério das Finanças de Cabo Verde. Ficou estipulado que os resultados líquidos da gestão das aplicações são entregues a Cabo Verde, sendo posteriormente repartidos da seguinte forma:

- 90% dos resultados líquidos é entregue aos titulares dos Títulos Consolidados de Mobilização Financeira (TCMF) ;
- 5% é entregue ao Banco de Cabo Verde (BCV);
- 5% é entregue ao Fundo Especial de Estabilização e Desenvolvimento (FEED), que visa financiar programas ou projetos de resposta a situações de urgência e catástrofe natural.

Em 19 de novembro de 1998 já se encontrava formalizada uma versão preliminar final do contrato de gestão, que incluía *guidelines* e uma procuração a favor do Banco de Portugal para a gestão do CVDTF. Em meados de dezembro, foi alcançado o acordo sobre a localização do *Trust Fund* através da constituição de uma sociedade “intermediária” – Fiduciária Internacional Lda – totalmente detida pela República de Cabo Verde, sociedade esta que constitui o *trustee* do Fundo e que assinaria o contrato de gestão com o Banco de Portugal, através do seu Gerente Único (o Delegado do Governo). O contrato foi assinado em Lisboa, a 31 de dezembro de 1998.

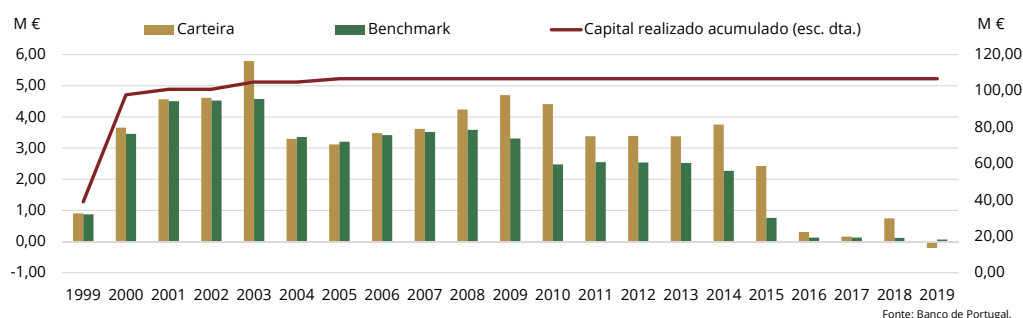
² Lei 69/IV/98.

3 Desempenho da Gestão 1999-2019

3.1 Visão Global

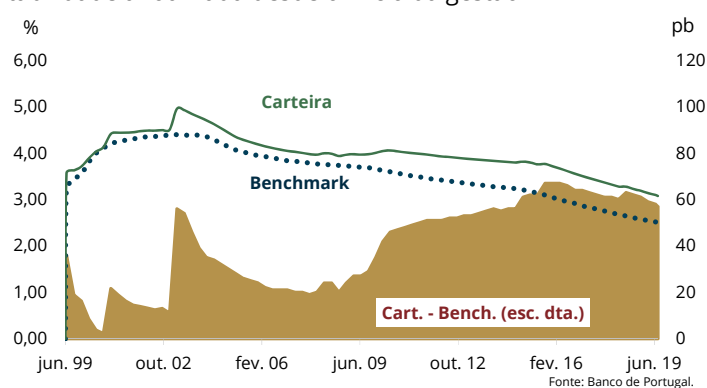
A gestão do CVDTF, pelo Banco de Portugal, permitiu gerar, entre junho de 1999 e julho de 2019, rendimentos que ascenderam a 63,72 milhões de euros. Este montante foi superior aos rendimentos gerados pelo *benchmark* em 11,85 milhões de euros.

Figura 2 • Rendimentos gerados e capital realizado acumulado desde o início da gestão



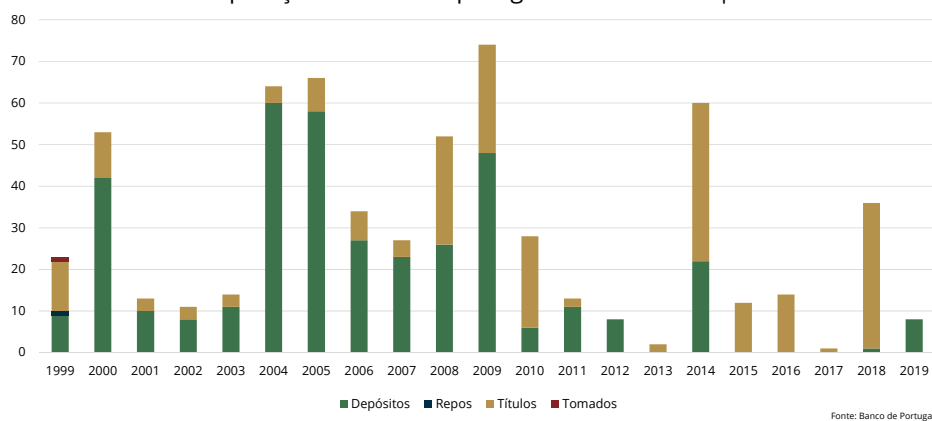
Em termos de taxas de rentabilidade, a carteira obteve uma rentabilidade anualizada, desde o início da gestão, de 3,08%, o que representa uma *outperformance* face ao *benchmark* de 57 pb.

Figura 3 • Rentabilidade anualizada desde o início da gestão



Entre junho de 1999 e julho de 2019, foram realizadas 613 operações.

Figura 4 • Número de operações realizadas pela gestão da carteira | Em unidades



A gestão da carteira pode ser caracterizada por três grandes períodos:

Período 1: Constituição e reforço do capital (1999 – 2005)

A gestão do CVDTF teve início a 14 de junho de 1999, com um montante inicial de 32 234 531,50 euros. Entre 1999 e 2005 o capital do CVDTF foi reforçado em cerca de 74,5 milhões de euros, ascendendo a 106 713 948,21 euros o capital realizado, montante que se manteve inalterado até 2019³.

Neste período, carteira e *benchmark* iniciaram a gestão apenas com títulos emitidos pelo governo alemão, mas a carteira optou, posteriormente, por investir em Bélgica e Itália, por forma a beneficiar do *spread* positivo dos referidos emitentes face a Alemanha.

No decurso do ano 2000, houve uma subida generalizada das taxas de juro oficiais, num contexto de aceleração do crescimento económico e de forte aumento do preço do petróleo. As taxas de juro de curto prazo acompanharam a evolução das respetivas taxas oficiais, invertendo a tendência de subida no final do ano, quando começaram a intensificar-se expetativas de descida das taxas oficiais em 2001.

Após uma forte desaceleração da economia em 2001, a atividade económica nos EUA e na área do euro registou uma ligeira recuperação, entre 2002 e 2004, beneficiando dos efeitos dos estímulos monetário e orçamental acumulados.

Em 2005, incorporando expetativas de consolidação e recuperação económica da área do euro e dos EUA, a gestão decidiu adquirir outros títulos que não soberanos, nomeadamente obrigações emitidas pelas instituições *Caisse d'Amortissement de la Dette Sociale* (CADES), *European Investment Bank* (EIB) e *Freddie Mac – Federal Home Loan Mortgage Corp.*

Figura 5 • Evolução das taxas de juro oficiais | Em percentagem

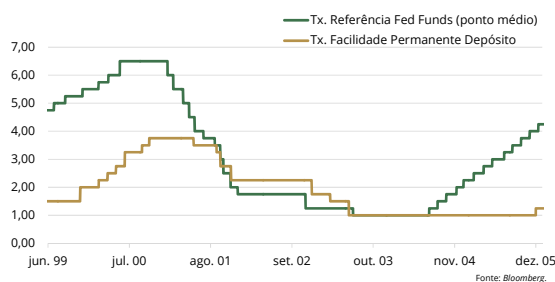
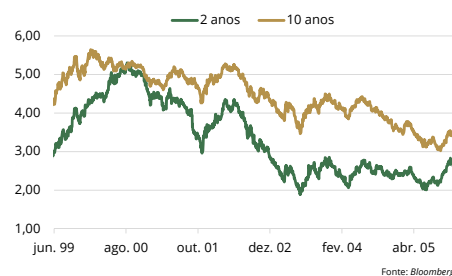


Figura 6 • Taxas de rentabilidade de Alemanha | Em percentagem



O *Deutsche Bank* desempenhou as funções de correspondente e custodiante do CVDTF até novembro de 2005, quando foi substituído pelo *Bank of New York – Bruxelas*.

³ O capital do fundo, quando realizado na íntegra, deveria ascender a um montante equivalente a 180 milhões de dólares americanos.

Período 2: Primeiro período de descida dos *yields*, crise financeira e crise soberana europeia (2006 – 2012)

O período entre 2006 e 2010 ficou marcado por uma severa instabilidade financeira, após a falência do *Lehman Brothers* em setembro de 2008 que, em conjunto com o colapso do mercado imobiliário norte-americano, teve um impacto negativo na economia americana, e consequentes repercussões na área do euro.

Neste contexto e perante a queda acentuada dos *yields* alemães, suportada por descidas acentuadas das taxas oficiais de juro entre 2008 e 2009 e por movimentos de refúgio para ativos tidos como mais seguros, a gestão decidiu reduzir o risco de crédito da carteira (através do fecho das posições em não-soberanos) e investir em obrigações de Áustria, Irlanda e Espanha com *spread* positivo face a Alemanha.

Em 2011 e 2012 a crise da dívida soberana provocou um efeito de contágio, acabando por afetar quase todos os países da periferia (Portugal, Itália, Espanha, Irlanda e Grécia).

Figura 7 • Evolução das taxas de juro oficiais | Em percentagem

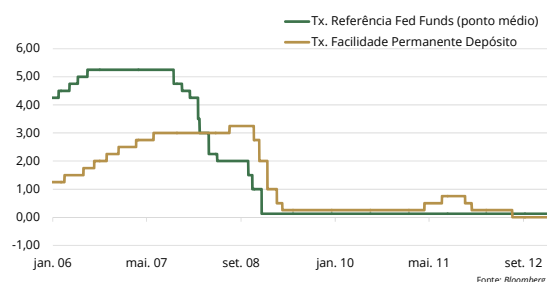
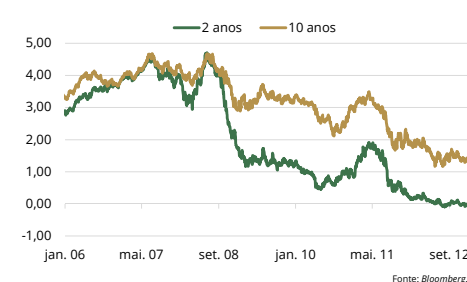


Figura 8 • Taxas de rentabilidade de Alemanha | Em percentagem



Período 3: Segundo período de descida dos *yields* (2013 – 2019)

Em 2013, com o alívio das tensões nos mercados, a intervenção do Eurosistema nos mercados diminuiu. O Conselho do Banco Central Europeu (BCE) começou a fornecer indicações sobre a orientação futura da política monetária (*forward guidance*), tendo indicado que as taxas de juro oficiais iriam permanecer nos níveis então em vigor, ou abaixo destes, por um período de tempo alargado.

A partir de 2014, o BCE reforçou as políticas monetárias bastante acomodáticas, nomeadamente com a descida da taxa de juro oficial de 0% para -0,10%, em junho, e para -0,20% em setembro. Estas medidas foram complementadas com operações de prazo alargado, direcionadas para o apoio à concessão de crédito à economia real (*Targeted Longer Term Refinancing Operations* - TLTRO) e programas de compra de obrigações hipotecárias (*Third Covered Bond Purchase Programme* - CBPP3) e de dívida titularizada (*Asset-Backed Securities Purchase Programme* - ABSPP).

Em virtude dos riscos elevados de se assistir a um período prolongado de inflação baixa, ou eventualmente negativa, e considerando como insuficiente o grau de acomodação monetária existente, em janeiro de 2015, o Conselho do BCE anunciou o programa de compra de dívida soberana, designado por *Public Sector Purchase Programme* (PSPP).

Em março de 2016 foi anunciado o programa de compra de obrigações de empresas do setor não financeiro (*Corporate Sector Purchase Programme – CSPP*) e a taxa de facilidade permanente de depósitos foi reduzida para -0,40%, nível que se mantém até à atualidade.

Figura 9 • Evolução das taxas de juro oficiais | Em percentagem

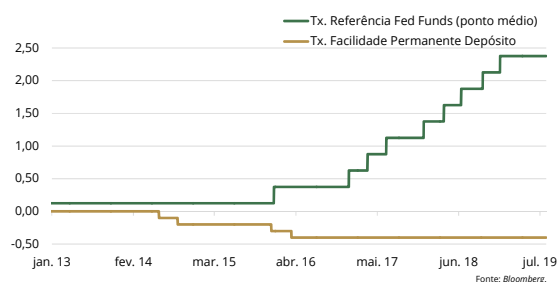
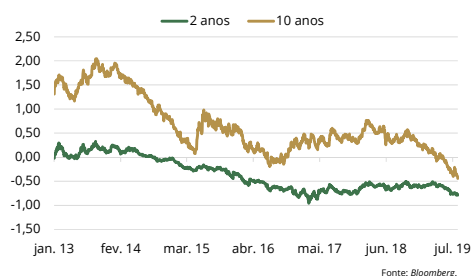


Figura 10 • Taxas de rentabilidade de Alemanha | Em percentagem



Perante este novo paradigma nos mercados financeiros da área do euro, num contexto de substancial acomodação monetária e de níveis persistentemente modestos da inflação subjacente, as taxas de rentabilidade situaram-se em níveis muito baixos. Com efeito, as taxas dos títulos emitidos pelo governo alemão atingiram níveis cada vez mais baixos e, mais recentemente, mesmo negativos em todas as maturidades elegíveis, tendo impacto ao nível da rentabilidade da carteira. Com a incorporação de melhoria económica na periferia, suportada pelos diversos estímulos do banco central, a gestão optou por manter as posições em Espanha e Irlanda, que ofereciam rendimentos mais elevados e tinham recuperado a qualidade creditícia, e abrir novas posições em França e Finlândia. Em 2019 a carteira era composta por títulos do governo alemão e francês.

Após 20 anos, e cumprida a sua função, o CVDTF foi extinto a 30 de julho de 2019, por Lei 60/IX/2019.

3.2 Visão Anual

1999

Destaques

- Capital do CVDTF constituído por 32,23 milhões de euros e reforçado em 6,83 milhões de euros
- Aquisição de títulos soberanos de Bélgica
- *Outperformance*, no ano, da carteira face ao *benchmark* em 15 pb

Quadro 1 • Rentabilidade e resultados obtidos

Período	Capital realizado (milhões)	Rentabilidade anualizada		Rendimentos (milhões)	
		Carteira	Benchmark	Carteira	Benchmark
Ano	39,06 €	4,82%	4,67%	0,90 €	0,87 €
Desde início da gestão	39,06 €	4,82%	4,67%	0,90 €	0,87 €

Fonte: Banco de Portugal.

Evolução dos mercados financeiros e cambiais

Os mercados financeiros foram marcados pela introdução do euro que, ao contrário do esperado à data, depreciou-se ao longo de 1999 de forma significativa face às principais divisas. O crescimento económico na área do euro foi moderado, ficando aquém do esperado. O diferencial de crescimento face aos EUA aumentou.

O ciclo de descida das taxas de juros oficiais foi invertido, materializado em subidas realizadas no segundo semestre e em expetativas de novas subidas em 2000.

A curva de rendimentos alemã fez um movimento de *bullish steepening*, suportada pelas expetativas de futuras subidas das taxas de juro.

Nos EUA verificou-se uma deslocação ascendente da curva de rendimentos com *steepening* perante a subida das taxas de juro oficiais e expetativas de taxas de juro mais elevadas.

Figura 11 • Cotação EUR/USD

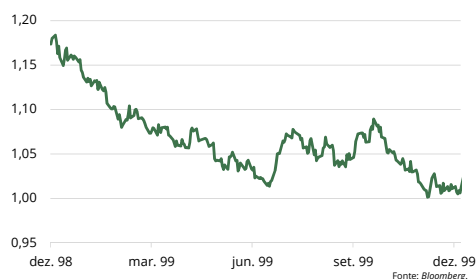
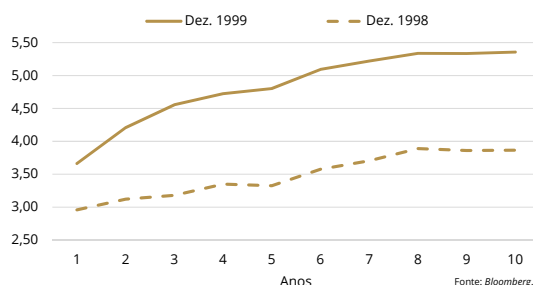


Figura 12 • Curva de rendimentos de Alemanha | Em percentagem



Gestão

A gestão da carteira iniciou-se com a aquisição de duas obrigações alemãs OBL 11/2003 3,5% e OBL 02/2004 3,25%. Por seu turno, o *benchmark* adquiriu as obrigações alemãs OBL 02/2004 3,25% (emitido pelo Governo Federal) e THA 09/2004 7,5% (emitido pelo Fundo de Reunificação Alemão).

Com o objetivo de aproveitar oportunidades de mercado, a gestão realizou uma operação *repo* com o *Deutsche Bank*, no montante de 16 milhões de euros, e iniciou a exposição a Bélgica (BGB 09/2005 4,75%), apostando no *spread* face à Alemanha.

Foi, ainda, efetuado um tomado junto do *Deutsche Bank*, no valor de 12 mil de euros, de modo a manter o saldo positivo junto do correspondente.

Quadro 2 • Posicionamento da Carteira e *Benchmark* em 31 de dezembro de 1999

Instrumento	Carteira			Diferencial Carteira vs <i>Benchmark</i>		
	Montante (EUR)	Peso (%)	Modif. duration (meses)	Montante (EUR)	Peso (%)	Modif. duration (meses)
Títulos	44 927 266,94	97,18	46,87	78 952,44	-1,81	0,88
Depósitos	1 283 805,11	2,78	0,32	827 141,25	1,77	-1,45
Saldos à vista	21 877,67	0,05	-	21 048,03	0,05	-
Total	46 232 949,72	100,00	45,57	927 141,73	-	0,04

Fonte: Banco de Portugal. | Nota: Montante corresponde ao principal acrescido de juros corridos.

Rendimentos de 1999

Os primeiros rendimentos referentes à atividade de 1999, no valor de 903 346,48 euros, foram distribuídos em 2000. Contudo, este montante viria a ser corrigido em -208 987,80 euros (sendo a correção incorporada nos rendimentos de 2000), na sequência de alteração de metodologia de cálculo da *performance*, como se verá adiante.

Quadro 3 • Desagregação dos rendimentos da Carteira | Em euros

Juros Corridos Totais	897 986,48
dos quais:	
de Títulos	865 000,55
de Depósitos	113 585,37
de Repos e Tomados	-80 599,44
Resultados da venda de títulos	5 360,00
Total	903 346,48

Fonte: Banco de Portugal.

2000

Destaques

- Capital reforçado em 58,75 milhões de euros
- Aplicação das *tranches* de capital, dos fundos gerados pelas amortizações retidas e cupões recebidos pelos instrumentos
- Proposta de alternativa para o cálculo da rentabilidade da carteira (ver Caixa 1)
- *Outperformance*, no ano, da carteira face ao *benchmark* em 23 pb

Quadro 4 • Rentabilidade e resultados obtidos

Período	Capital realizado (milhões)	Rentabilidade anualizada		Rendimentos (milhões)	
		Carteira	Benchmark	Carteira	Benchmark
Ano	58,75 €	4,57%	4,34%	3,65 €	3,46 €
Desde início da gestão	97,82 €	4,42%	4,20%	4,56 €	4,33 €

Fonte: Banco de Portugal.

Evolução dos mercados financeiros e cambiais

Aceleração inesperada do ritmo de crescimento mundial. A área do euro beneficiou da recuperação na Alemanha e Itália, num contexto em que a inflação ultrapassou o objetivo definido pelo BCE (próximo, mas abaixo de 2%). Neste contexto, verificou-se uma subida das taxas de juro oficiais face às pressões inflacionistas, à fraqueza do euro e ao aumento do preço do petróleo.

As taxas de rentabilidade de longo prazo tiveram uma descida acentuada (*flattening* da curva de rendimentos alemã). Registou-se, ainda, um aumento dos *spreads* face à Alemanha, nomeadamente de Áustria, Bélgica, Itália e Portugal.

A curva de rendimentos dos EUA inverteu-se, situando-se todos os prazos em níveis inferiores à taxa de referência dos *Fed funds* (6,50%).

Figura 13 • Curvas de rendimentos de Alemanha | Em percentagem

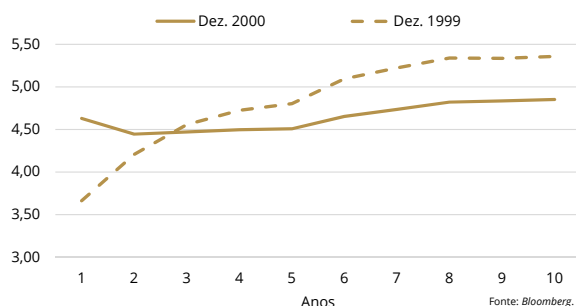
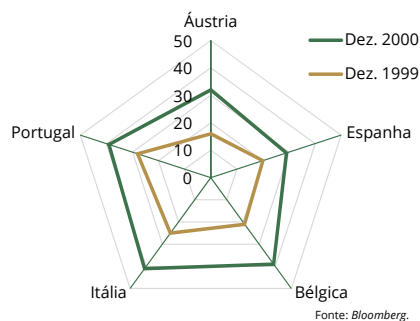


Figura 14 • Spreads a 10 anos face à Alemanha | Em pontos base



Gestão

Foram aplicadas as injeções de capital recebidas, assim como os fundos gerados pelas amortizações retidas e cupões recebidos, nos títulos detidos em carteira, nomeadamente, OBL 02/2004 3,25%, THA 09/2004 7,5% e BGB 09/2005 4,75%.

O *benchmark* replicou as injeções de fundos e aplicou-as, equitativamente, na aquisição dos dois títulos que o compunham (OBL 02/2004 3,25% e THA 09/2004 7,5%).

Quadro 5 • Posicionamento da Carteira e *Benchmark* em 31 de dezembro de 2000

Instrumento	Carteira			Diferencial Carteira vs <i>Benchmark</i>		
	Montante (EUR)	Peso (%)	Modif. duration (meses)	Montante (EUR)	Peso (%)	Modif. duration (meses)
Títulos	97 273 291,26	95,14	40,82	-338 190,99	-0,39	4,99
Depósitos	4 962 736,24	4,85	0,10	567 215,81	0,38	-
Saldos à vista	2 927,31	0,00	-	2 891,56	0,01	-
Total	102 238 954,81	100,00	38,83	231 916,38	-	4,55

Fonte: Banco de Portugal. | Nota: Montante corresponde ao principal acrescido de juros corridos.

Rendimentos de 2000

Após o acordo das autoridades de Cabo Verde, o novo método de avaliação (ver Caixa 1) foi imediatamente aplicado aos rendimentos gerados no ano 2000 e corrigidos os rendimentos referentes a 1999.

Os rendimentos distribuídos em 1999, no valor de 903 346,48 euros, não incorporaram o valor das amortizações (-208 987,80 euros). Este valor foi subtraído aos rendimentos gerados em 2000 (3 861 819,88 euros), tendo sido apurado, para distribuir, o montante de 3 652 832,08 euros.

Quadro 6 • Desagregação dos rendimentos da Carteira | Em euros

Juros Corridos Totais	4 951 994,44
dos quais:	
de Títulos	4 813 996,74
de Depósitos	137 997,70
Amortização de prémios e descontos de títulos	-1 277 678,26
Resultados da venda de títulos	187 503,70
Ajuste rendimentos distribuídos em 1999	-208 987,80
Total	3 652 832,08

Fonte: Banco de Portugal.

Caixa 1 • Proposta para o cálculo da rentabilidade da carteira – 2000

O cálculo da *performance* utilizado não tinha em conta a preservação do capital do CVDTF pelo que foi apresentada uma proposta alternativa para o cálculo da rentabilidade da carteira. O objetivo era garantir o valor do investimento feito no fim da vida do *Trust Fund*, distribuindo apenas rendimento líquido.

O método até então utilizado empolava a rentabilidade calculada e o rendimento distribuído. Com efeito, quando o investimento era efetuado em títulos adquiridos a prémio (preço superior ao valor nominal), na data de vencimento do título o montante recebido (valor facial mais o valor do cupão) era insuficiente para reembolsar o montante inicialmente investido (valor pago pelo título, incluindo o prémio, mais os juros corridos pagos).

O método alternativo pressupõe que, se na altura em que se compra o título este está a prémio, deveria ser constituída uma “reserva” (“amortização”), por forma a garantir que, no vencimento do título, existe dinheiro suficiente para reembolsar o valor inicial de aquisição. Esta “amortização”, constituída ao longo do período que o título está em carteira e de forma proporcional ao número de dias de vida do título, é subtraída ao montante de juros corridos a distribuir em cada ano. Se ocorrer uma venda, o montante “amortizado” até à data-valor da venda, inferior ao montante inicialmente calculado, (“amortização total”), será considerado na “valia” apurada na venda.

A proposta do novo método de avaliação da *performance* proposta pelo Banco de Portugal foi comunicada às autoridades de Cabo Verde em janeiro de 2001, para validação, tendo sido aceite e imediatamente aplicada aos rendimentos gerados no ano 2000 e corrigidos os rendimentos referentes a 1999.

Os impactos resultantes da aplicação do método proposto foram os seguintes:

Quadro C1.1 • Impacto na rentabilidade da Carteira e *Benchmark*

	Carteira			Benchmark		
	1999	2000	Desde início da Gestão	1999	2000	Desde início da Gestão
Método Inicial	4,82%	5,68%	5,54%	4,67%	4,95%	4,85%
Método Proposto	3,71%	4,57%	4,42%	3,55%	4,34%	4,20%
Diferença	1.11 pp	1.11 pp	1.12 pp	1.12 pp	0.61 pp	0.65 pp

Fonte: Banco de Portugal.

Quadro C1.2 • Impacto nos resultados da Carteira | Em euros

	1999	2000
Método Inicial	903 346,48	4 807 410,15
Método Proposto	694 358,68	3 861 819,89
Diferença	-208 987,80	-945 590,26

Fonte: Banco de Portugal.

2001

Destaques

- Capital reforçado em 3,08 milhões de euros, elevando para 100 899 830,87 euros
- Aplicação dos reforços de capital em título alemão
- *Outperformance*, no ano, da carteira face ao *benchmark* em 6 pb

Quadro 7 • Rentabilidade e resultados obtidos

Período	Capital realizado (milhões)	Rentabilidade anualizada		Rendimentos (milhões)	
		Carteira	Benchmark	Carteira	Benchmark
Ano	3,08 €	4,54%	4,48%	4,56 €	4,51 €
Desde início da gestão	100,90 €	4,48%	4,34%	9,12 €	8,84 €

Fonte: Banco de Portugal.

Evolução dos mercados financeiros e cambiais

Revisões sucessivas em baixa do crescimento económico para 2001, especialmente após os acontecimentos de 11 de setembro. O desempenho económico dos EUA foi inferior às expectativas, com recessão no final de 2001.

No que respeita à área do euro, o crescimento também foi revisto em baixa, com destaque para a Alemanha.

As taxas de longo prazo desceram, movimento que foi ampliado após o 11 de setembro.

Figura 15 • PIB da área do euro | tvc em percentagem

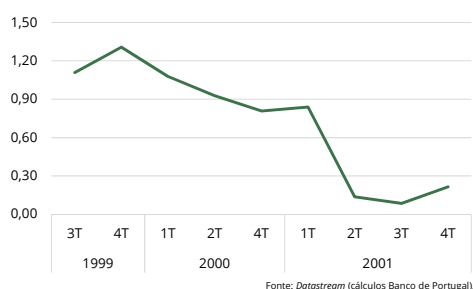
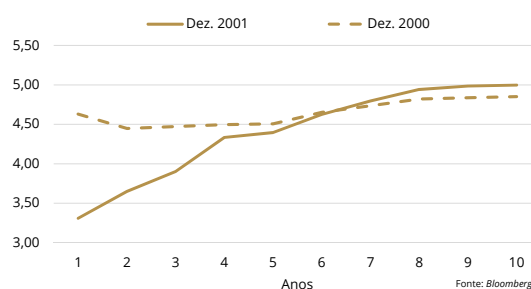


Figura 16 • Curva de rendimentos de Alemanha | Em percentagem



Gestão

As operações efetuadas pela gestão consistiram no investimento das *tranches* de capital e na aplicação dos fundos provenientes das amortizações retidas relativas aos anos anteriores, assim como dos cupões pagos pelos instrumentos detidos em carteira, no título THA 09/2004 7,5%.

O *benchmark* efetuou o mesmo tipo de operações, aplicando os fundos nos títulos que o compunham, à exceção dos fundos gerados pelas amortizações que foram aplicados num depósito a 1 ano.

Quadro 8 • Posicionamento da Carteira e *Benchmark* em 31 de dezembro de 2001

Instrumento	Carteira			Diferencial Carteira vs <i>Benchmark</i>		
	Montante (EUR)	Peso (%)	Modif. duration (meses)	Montante (EUR)	Peso (%)	Modif. duration (meses)
Títulos	101 578 315,56	94,80	31,29	877 152,69	0,44	5,21
Depósitos	5 554 240,50	5,18	1,05	-462 802,41	-0,45	-
Saldos à vista	13 444,15	0,01	-	12 315,12	0,01	-
Total	107 146 000,21	100,00	29,72	426 665,40	-	5,05

Fonte: Banco de Portugal. | Nota: Montante corresponde ao principal acrescido de juros corridos.

Rendimentos de 2001

Os rendimentos gerados em 2001 ascenderam a 4 564 971,72 euros. A *outperformance* obtida ficou a dever-se, sobretudo, à escolha de instrumentos com maior rendimento e detidos em maior peso na carteira do que no *benchmark*, especialmente na componente de títulos (grande contributo por parte da componente de juros corridos).

Quadro 9 • Desagregação dos rendimentos da Carteira | Em euros

Juros Corridos Totais	5 532 681,58
dos quais:	
de Títulos	5 417 449,46
de Depósitos	115 232,12
Amortização de prémios e descontos de títulos	-967 709,86
Resultados da venda de títulos	-
Total	4 564 971,72

Fonte: Banco de Portugal.

2002

Destaques

- O capital do fundo manteve-se inalterado
- Introdução de exposição a Itália pela carteira
- Downgrade do Individual Rating atribuído ao Deutsche Bank
- *Outperformance*, no ano, da carteira face ao *benchmark* em 23 pb

Quadro 10 • Rentabilidade e resultados obtidos

Período	Capital realizado (milhões)	Rentabilidade anualizada		Rendimentos (milhões)	
		Carteira	Benchmark	Carteira	Benchmark
Ano	-	4,57%	4,48%	4,61 €	4,52 €
Desde início da gestão	100,90 €	4,51%	4,39%	13,73 €	13,36 €

Fonte: Banco de Portugal.

Evolução dos mercados financeiros e cambiais

A envolvente macroeconómica de forte aversão ao risco e perspectivas desfavoráveis para o crescimento levou a uma significativa e generalizada redução das taxas de rentabilidade.

O movimento mais significativo ocorreu na segunda parte do ano, quando se acentuou a tendência de queda dos mercados acionistas.

As taxas de juro de curto prazo desceram, acompanhando o movimento das taxas de juro oficiais. As curvas de rendimentos da área do euro e dos EUA registaram um movimento *bullish steepening*.

Figura 17 • Taxas de juro oficiais |
Em percentagem

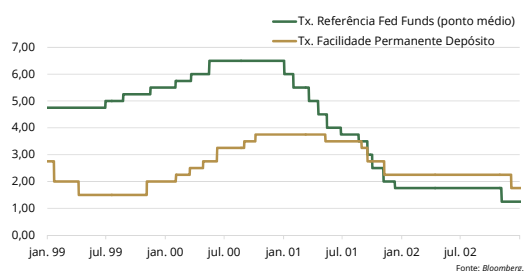
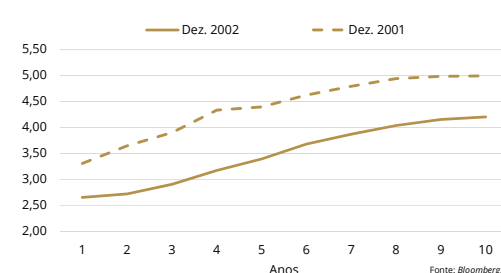


Figura 18 • Curva de rendimentos de Alemanha |
Em percentagem



Gestão

Abertura, no início do ano, de exposição a Itália através da aquisição de 920 000,00 euros do título BTPS 08/2004 8,5% a um *yield-to-maturity* de 4,29%. Esta posição foi revertida, a favor de Alemanha, no final do terceiro trimestre.

Na sequência de um *downgrade* do *Individual Rating* atribuído pela *Fitch Ratings* ao *Deutsche Bank*, este deixou de reunir as condições exigidas nas *guidelines* para desempenhar funções de contraparte, correspondente e custodiante do CVDTF⁴.

Quadro 11 • Posicionamento da Carteira e *Benchmark* em 31 de dezembro de 2002

Instrumento	Carteira			Diferencial Carteira vs <i>Benchmark</i>		
	Montante (EUR)	Peso (%)	Modif. duration (meses)	Montante (EUR)	Peso (%)	Modif. duration (meses)
Títulos	102 599 328,33	94,83	21,35	595 617,48	-0,21	5,61
Depósitos	5 580 999,68	5,16	1,11	252 511,48	0,20	-0,01
Saldos à vista	14 905,07	0,01	-	14 460,26	0,01	-
<i>Total</i>	108 195 233,08	100,00	20,31	862 589,22	-	5,29

Fonte: Banco de Portugal. | Nota: Montante corresponde ao principal acrescido de juros corridos.

Rendimentos de 2002

Os rendimentos apurados para 2002 (4 610 496,04 euros) seriam objeto de retificação, em 2004, uma vez que o título BTPS 08/2004 8,5% estava sujeito a imposto, quando transacionado pelo CVDTF, tendo impacto ao nível dos juros corridos e das amortizações dos títulos. O valor final dos rendimentos apurados para 2002 foi fixado em 4 612 140,32 euros.

O acerto de 1644,28 euros (4 612 140,32 euros – 4 610 496,04 euros) foi efetuado aquando da transferência dos resultados de 2004.

Quadro 12 • Desagregação dos rendimentos da Carteira | Em euros

Juros Corridos Totais	5 628 835,04
dos quais:	
de Títulos	5 528 473,00
de Depósitos	100 362,04
Amortização de prémios e descontos de títulos	-1 025 488,43
Resultados da venda de títulos	15 696,35
Impostos líquidos do título BTPS 08/2004 8.5%	-6 902,64
<i>Total</i>	4 612 140,32

Fonte: Banco de Portugal.

⁴ Este processo apenas terminou em 2005, com a escolha do *Bank of New York* (BONY), conforme se verá adiante.

Destaques

- Capital reforçado em 4 milhões de euros
- Aplicação dos reforços de capital em título alemão
- *Outperformance*, no ano, da carteira de 117 pb face ao *benchmark*

Quadro 13 • Rentabilidade e resultados obtidos

Período	Capital realizado (milhões)	Rentabilidade anualizada		Rendimentos (milhões)	
		Carteira	Benchmark	Carteira	Benchmark
Ano	4,00 €	5,57%	4,40%	5,79 €	4,58 €
Desde início da gestão	104,90 €	4,78%	4,39%	19,52 €	17,94 €

Fonte: Banco de Portugal.

Outperformance explicada essencialmente pelas transações em títulos (*trading*).

Evolução dos mercados financeiros e cambiais

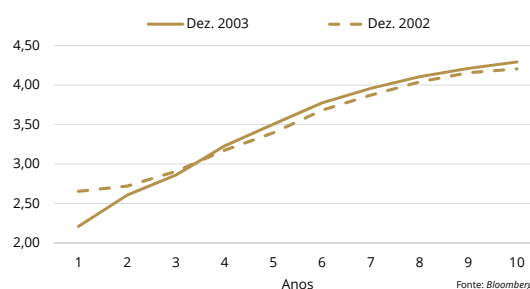
O início do ano foi marcado por receios quanto à evolução da situação EUA/Iraque e ao impacto que um eventual conflito militar prolongado viesse a produzir sobre a atividade económica dos países envolvidos. Esta situação provocou movimentos de refúgio de fundos para ativos percecionados como mais seguros.

Mesmo após a rápida conclusão da guerra no Iraque, os *yields* atingiram novos mínimos, num contexto de deceção face à retoma da atividade económica e receios quanto à possibilidade de ocorrer um período deflacionista. Os ritmos de crescimento económico foram moderados, com a recuperação no segundo semestre de 2003 a encerrar a série de revisões em baixa nas previsões económicas.

Figura 19 • PIB da área do euro | tv em percentagem



Figura 20 • Curva de rendimentos de Alemanha | Em percentagem



Gestão

A carteira efetuou, em condições muito favoráveis, a venda do título do tesouro belga (BGB 09/2005 4,75%) que se encontrava em carteira desde 1999, obtendo a valia positiva de 1 733 697,45 euros, justificando a *overperformance* obtida.

Os fundos recebidos foram aplicados num dos títulos alemães que compunham o *benchmark* (OBL 02/2004 3,25%).

Quadro 14 • Valias obtidas com o fecho da posição BGB 09/2005 4,75% | Em euros

Título BGB 09/2005 4,75%
Data-valor 25/02/2003
Preço venda 105,320

Compra				Venda			
Data-Valor	Valor Nominal	Preço compra	Montante de liquidação	Montante Nominal	Amortizações acumuladas	Montante de liquidação	Valias
14/09/1999	2 750 000	99,27	2 729 925	2 896 300	-11 466,23	2 884 834	154 908,77
22/12/2000	22 540 000	99,44	22 413 776	23 739 128	-57 638,18	23 681 490	1 267 713,82
22/12/2000	5 547 000	99,47	5 517 601	5 842 100	-13 424,63	5 828 676	311 074,87
Total (EUR)	30 837 000		30 661 302	32 477 528	-82 529,05	32 394 999	1 733 697,45

Total de valias: 1 733 697,45

Quadro 15 • Posicionamento da Carteira e *Benchmark* em 31 de dezembro de 2003

Instrumento	Carteira			Diferencial Carteira vs <i>Benchmark</i>		
	Montante (EUR)	Peso (%)	Modif. duration (meses)	Montante (EUR)	Peso (%)	Modif. duration (meses)
Títulos	109 506 665,47	95,32	4,73	3 491 206,88	0,72	0,14
Depósitos	5 367 034,83	4,67	1,08	-679 608,33	-0,72	0,00
Saldos à vista	10 508,14	0,01	-	6 543,23	0,00	-
Total	114 884 208,44	100,00	4,55	2 818 141,78	-	0,15

Fonte: Banco de Portugal. | Nota: Montante corresponde ao principal acrescido de juros corridos.

Rendimentos de 2003

Os rendimentos apurados para ascenderam a 5 791 389,41 euros, o mais elevado desde o início da gestão. Contudo, as autoridades cabo-verdianas apenas solicitaram a transferência de 5 791 389,00 euros, tendo o restante (0,41 euros) sido incorporado nos rendimentos de 2004.

Quadro 16 • Desagregação dos rendimentos da Carteira | Em euros

Juros Corridos Totais	5 465 220,15
dos quais:	
de Títulos	5 369 950,40
de Depósitos	95 269,75
Amortização de prémios e descontos de títulos	-1 407 528,19
Resultados da venda de títulos	1 733 697,45
Total	5 791 389,41

Fonte: Banco de Portugal.

2004

Destaques

- O capital do fundo manteve-se inalterado
- Introdução de exposição a França
- Upgrade do Individual Rating atribuído ao Deutsche Bank pela Fitch Ratings
- Primeira renovação do *benchmark* (ver Caixa 2)
- *Underperformance*, no ano, da carteira face ao *benchmark* em 6 pb

Quadro 17 • Rentabilidade e resultados obtidos

Período	Capital realizado (milhões)	Rentabilidade anualizada		Rendimentos (milhões)	
		Carteira	Benchmark	Carteira	Benchmark
Ano	-	3,13%	3,19%	3,29 €	3,35 €
Desde início da gestão	104,90 €	4,44%	4,14%	22,82 €	21,29 €

Fonte: Banco de Portugal.

Underperformance explicada pela diferente composição. Apesar de a carteira acompanhar a renovação do *benchmark*, a escolha de outros títulos penalizou a carteira.

Evolução dos mercados financeiros e cambiais

O crescimento foi robusto e acima das expetativas da economia mundial. Apesar dos preços do petróleo terem registado uma forte subida, o aumento dos indicadores dos preços foi pouco expressivo.

A recuperação económica na área do euro foi superior ao esperado, associada ao contributo positivo do setor externo no primeiro semestre. Registou-se novamente ausência de pressões inflacionistas. Este fator em conjunto com a apreciação do euro face às principais divisas induziram a manutenção das taxas de juro oficiais.

As taxas de rentabilidade apresentaram movimentos diferenciados ao longo de 2004, com descidas nos prazos longos na maioria dos mercados.

Figura 21 • Cotação EUR/USD

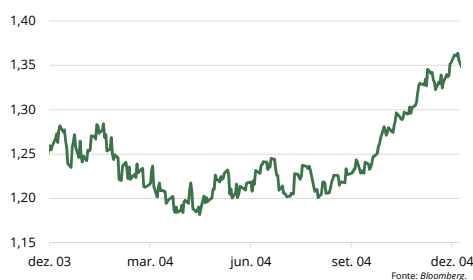
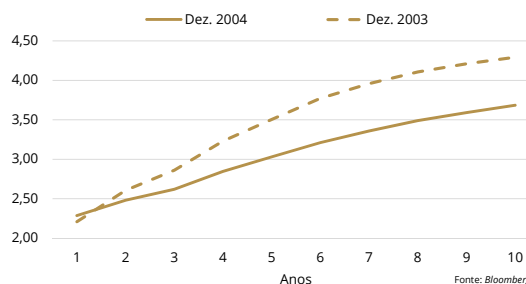


Figura 22 • Curva de rendimentos de Alemanha | Em percentagem



Gestão

Os fundos disponíveis dos vencimentos dos títulos foram aplicados em títulos alemães e, pela primeira vez, em títulos do tesouro francês (OAT 04/2010 5,5%).

A renovação do *benchmark* foi efetuada, numa primeira fase, em março, na aquisição de um título do tesouro alemão com um prazo residual de 1 ano (BKO 03/2005 2,5%). Em setembro, renovou-se 50% do *benchmark* num título alemão a 5 anos (OBL 10/2009 3,5%).

Apesar do *upgrade* atribuído ao *Deutsche Bank*, no período subsequente não foram contratadas operações com esta instituição. No ano, a exposição ao risco de crédito desta contraparte foi exclusivamente composta pelos saldos à vista.

Quadro 18 • Posicionamento da Carteira e *Benchmark* em 31 de dezembro de 2004

Instrumento	Carteira			Diferencial Carteira vs <i>Benchmark</i>		
	Montante (EUR)	Peso (%)	Modif. duration (meses)	Montante (EUR)	Peso (%)	Modif. duration (meses)
Títulos	88 419 591,78	81,20	23,26	-14 006 046,83	-12,72	-1,83
Depósitos	20 421 159,21	18,75	1,17	13 783 200,51	12,67	-0,33
Saldos à vista	56 017,63	0,05	-	55 225,71	0,05	-
Total	108 896 768,62	100,00	19,11	-167 620,61	-	-4,55

Fonte: Banco de Portugal. | Nota: Montante corresponde ao principal acrescido de juros corridos.

Rendimentos de 2004

Os resultados gerados em 2004 ascenderam a 3 293 180,55 euros. Contudo, o montante transferido ascendeu a 3 294 825,69 euros uma vez que foram tidos em conta:

- O montante de 1644,28 euros de rendimento não distribuído em 2002.
- O montante de 0,43 euros, devido à necessidade de efetuar diversas regularizações⁵ para acertar as contas entre DCC⁶ e DMR⁷.
- O montante de 0,41 euros de rendimento não distribuído em 2003 e o montante de 0,02 euros derivados de arredondamentos do cálculo.

Quadro 19 • Desagregação dos rendimentos da Carteira | Em euros

Juros Corridos Totais	5 591 639,40
dos quais:	
de Títulos	5 277 559,68
de Depósitos	314 079,72
Amortização de prémios e descontos de títulos	-2 298 458,85
Resultados da venda de títulos	-
Total gerado em 2004	3 293 180,55
Regularizações	1 645,14
Total	3 294 825,69

Fonte: Banco de Portugal.

⁵ O DCC até 2001 trabalhava com arredondamentos às unidades nas suas demonstrações financeiras e a partir de 2002 passou a considerar os cêntimos, para se adaptar aos mapas elaborados pelo DMR.

⁶ Departamento de Contabilidade.

⁷ Departamento de Mercados e Reservas.

Caixa 2 • Renovação do *benchmark* em duas fases – 2004

Cinco anos após a constituição do CVDTF, 2004 foi também o ano em que se procedeu à primeira renovação do *benchmark*. Face aos baixos níveis de *yields* a 5 anos de Alemanha, o Banco de Portugal sugeriu às autoridades de Cabo Verde que não fosse seguido o processo de renovação estabelecido no ponto 9.2. das *guidelines* ("...carteira denominada em euros e composta por títulos emitidos pelo governo alemão e com um prazo residual de 5 anos..."). O *International Support for Cabo Verde Stabilization Trust Fund*, por carta de 11 de fevereiro, deu o seu acordo, tendo a renovação sido realizada em duas fases, conforme proposta do Banco de Portugal.

A primeira ocorreu em fevereiro, com a aquisição de um título do tesouro alemão com um prazo residual de 1 ano, findo o qual seria renovado por outro título com um prazo residual de 4 anos. A segunda fase, em setembro do mesmo ano, seguiu o processo normal de renovação acordado nas *guidelines*, ou seja, foi adquirido um título do tesouro alemão com um prazo residual de 5 anos.

Com efeito, as taxas dos títulos alemães encontravam-se em níveis historicamente muito baixos (a 9 de fevereiro de 2004, os valores do *yield* a 5 anos estavam próximos de 3,25%), ao contrário do que aconteceu aquando da constituição do CVDTF onde foi alcançada a fixação do nível de rendimento do fundo em valores consideravelmente mais elevados.

O racional consistiu, para o período de 2004 a 2009, em investir a 1 ano, a um *yield* de 2,06% e, no ano seguinte, investir a 4 anos, a um *yield forward* (sintético) de 3,58%. Esta estratégia iria permitir tirar proveito da convicção de subida de *yields* no setor dos 5 anos que na altura estava implícita no mercado, suportada por uma previsão de aceleração do crescimento económico.

Quadro C2.1 • Cálculo do *yield forward* (sintético) a 4 anos que vigorará daqui a 1 ano

BOND YIELD: GAP BREAKEVEN ANALYSIS

TERM	DAYS ***	START DATE	2/17/04	END DATE	10/10/08
HEAD/TAIL		CENTER DATE	2/17/05		

ENTER A RATE FOR TWO OF THE THREE PERIODS

	YIELD	NO. OF COMPOUNDING PERIODS
TERM	3.250	4.644809
HEAD	2.060	1.000000
TAIL	3.580	3.643836

ASSUMPTIONS

- 1) YIELDS ARE 1/YR COMPOUNDED
2) DAYCOUNT : 1 1 = ACT/ACT, 2 = ACT/360, 3 = ACT/365
4 = 30/360 (ISMA), 5 = 30/360 (US)

Fonte: Bloomberg.

Destaques

- Capital reforçado em 1,81 milhões de euros
- Introdução de exposição a risco de agências e emitentes supranacionais
- Abertura de conta junto do *Bank of New York* (BONY) – Bruxelas e transferência da custódia dos títulos do *Deutsche Bank*
- Conclusão do processo de renovação do *benchmark* iniciado em 2004
- *Underperformance*, no ano, da carteira face ao *benchmark* em 8 pb

Quadro 20 • Rentabilidade e resultados obtidos

Período	Capital realizado (milhões)	Rentabilidade anualizada		Rendimentos (milhões)	
		Carteira	Benchmark	Carteira	Benchmark
Ano	1,81 €	2,96%	3,04%	3,12 €	3,20 €
Desde início da gestão	106,71 €	4,19%	3,95%	25,94 €	24,49 €

Fonte: Banco de Portugal.

Underperformance explicada pelo facto de a carteira ter detido fundos aplicados em depósitos, até ao quarto trimestre, na expectativa de uma subida das taxas de rendibilidade do mercado de capitais.

Apenas em novembro é que se verificou uma evolução favorável dos *yields* e só então é que uma parte significativa destes fundos foi aplicada no mercado de capitais.

Evolução dos mercados financeiros e cambiais

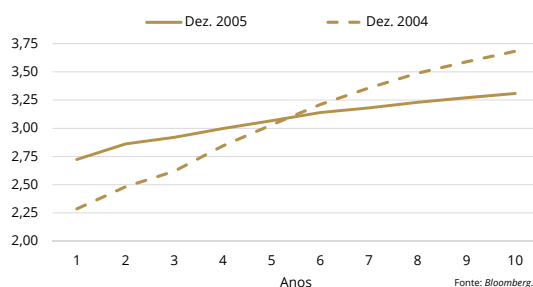
Forte revisão em baixa do ritmo de crescimento na área do euro, com significativa desaceleração face a 2004, dada a acentuada fraqueza da procura interna. O euro depreciou-se face a outras divisas.

As economias alemã e italiana tiveram um crescimento muito fraco, mas a inflação terminou o ano acima do objetivo estabelecido pelo BCE. Junto do final de 2005 ocorreu um aumento das taxas de juro oficiais por parte do BCE. Em termos das curvas de rendimentos, o movimento dominante foi um *flattening*.

Figura 23 • Cotação EUR/USD



Figura 24 • Curva de rendimentos de Alemanha | Em percentagem



Gestão

A gestão da carteira adquiriu, pela primeira vez, títulos de emitentes que não soberanos, nomeadamente títulos emitidos por:

- Caisse d'Amortissement de la Dette Sociale (CADES): CADES 07/2010 3,125%;
- European Investment Bank: EIB 10/2010 5,625%;
- Freddie Mac – Federal Home Loan Mortgage Corp: FHLM 09/2010 5,75% (emissão em euros).

Foi ainda efetuado a troca entre títulos do tesouro alemão (venda DBR 05/2005 6,875% e compra DBR 07/2010 5,25%). A venda parcial da posição detida no título DBR 05/2005 6,875% gerou uma valia negativa de 2097,55 euros.

Após mais de seis anos de gestão do *International Support for Cabo Verde Stabilization Trust Fund*, o Banco de Portugal propôs uma reunião com o Gerente Único da Fiduciária Internacional Lda, que não se chegou a realizar, para efetuar um balanço da gestão, com vista a uma eventual atualização das *Normas Orientadoras da Gestão* e melhoramento da *performance* do CVDTF, à luz da experiência adquirida e dos desenvolvimentos nos mercados entretanto ocorridos.

Relativamente à gestão do *benchmark*, em consequência do vencimento do título adquirido na primeira fase do processo de renovação iniciado em 2004, foi adquirido um novo título do tesouro alemão com vencimento em 4 de janeiro de 2010.

O Banco de Portugal informou, o Delegado do Governo, da abertura de uma nova conta junto do BONY com custos de custódia e de liquidação. No entanto, o Banco de Portugal decidiu não invocar a Cláusula 10ª do Contrato de Gestão e suportar todos os custos líquidos da referida conta.

Quadro 21 • Posicionamento da Carteira e *Benchmark* em 31 de dezembro de 2005

Instrumento	Carteira			Diferencial Carteira vs <i>Benchmark</i>		
	Montante (EUR)	Peso (%)	Modif. duration (meses)	Montante (EUR)	Peso (%)	Modif. duration (meses)
Títulos	102 718 823,18	92,59	47,71	-4 670 787,90	-4,34	6,14
Depósitos	8 218 226,69	7,41	0,62	4 815 761,20	4,34	-1,07
Saldos à vista	517,77	0,00	-	-243,18	0,00	-
<i>Total</i>	110 937 567,64	100,00	44,22	144 730,12	-	3,87

Fonte: Banco de Portugal. | Nota: Montante corresponde ao principal acrescido de juros corridos.

Rendimentos de 2005

Os rendimentos em 2005 ascenderam a 3 119 979,64 euros.

Quadro 22 • Desagregação dos rendimentos da Carteira | Em euros

Juros Corridos Totais	4 739 763,44
dos quais:	
de Títulos	4 442 615,77
de Depósitos	297 147,67
Amortização de prémios e descontos de títulos	-1 617 686,25
Resultados da venda de títulos	-2 097,55
<i>Total</i>	<i>3 119 979,64</i>

Fonte: Banco de Portugal.

2006

Destaques

- O capital do fundo manteve-se inalterado
- Realização de *trading* com resultados positivos
- Remuneração dos saldos à vista, com incorporação nos rendimentos
- *Outperformance*, no ano, da carteira face ao *benchmark* em 6 pb

Quadro 23 • Rentabilidade e resultados obtidos

Período	Capital realizado (milhões)	Rentabilidade anualizada		Rendimentos (milhões)	
		Carteira	Benchmark	Carteira	Benchmark
Ano	-	3,26%	3,20%	3,48 €	3,42 €
Desde início da gestão	106,71 €	4,05%	3,84%	29,42 €	27,91 €

Fonte: Banco de Portugal.

Evolução dos mercados financeiros e cambiais

O crescimento robusto no primeiro semestre suportou a manutenção de um ritmo de expansão forte da economia mundial, superando as expectativas. O dinamismo da procura interna na área do euro permitiu a sua recuperação económica.

A intensificação de subida de taxas de juro pelo BCE (totalizando um aumento de 125 pb, para 3,50%) e a consolidação da recuperação económica levaram o euro a apreciar.

A diminuição do carácter acomodatório da política monetária induziu movimentos de *flattening* na curva de rendimentos da Alemanha.

Nos EUA as taxas de rentabilidade de longo prazo mantiveram-se em níveis baixos, apesar da ampla subida das taxas de juro oficiais.

Figura 25 • PIB da área do euro | tv em percentagem

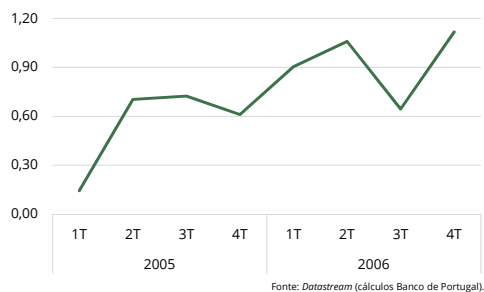
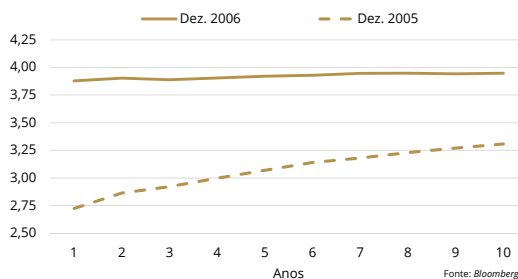


Figura 26 • Curva de rendimentos de Alemanha | Em percentagem



Gestão

As operações da carteira foram, sobretudo, *rollover* de depósitos a um prazo máximo de 70 dias, fundos que a carteira mantinha na expectativa de uma subida de taxas de rendibilidade do mercado de capitais. Foram ainda renovados depósitos com o objetivo de assegurar liquidez destinada à transferência dos resultados obtidos no ano anterior.

O *trading* efetuado permitiu a obtenção de valias positivas de 3800,05 euros.

Quadro 24 • Posicionamento da Carteira e *Benchmark* em 31 de dezembro de 2006

Instrumento	Carteira			Diferencial Carteira vs <i>Benchmark</i>		
	Montante (EUR)	Peso (%)	Modif. duration (meses)	Montante (EUR)	Peso (%)	Modif. duration (meses)
Títulos	103 110 720,93	95,28	37,76	-765 318,94	-0,60	6,57
Depósitos	5 101 978,61	4,71	1,66	639 978,36	0,60	0,00
Saldo à vista	1 718,75	0,00	-	1 675,32	0,00	-
Total	108 214 418,29	100,00	36,06	-123 665,26	-	6,08

Fonte: Banco de Portugal. | Nota: Montante corresponde ao principal acrescido de juros corridos.

Rendimentos de 2006

Os resultados gerados em 2006 ascenderam a 3 480 050,46 euros.

Com a mudança de domiciliação de conta do CVDTF, os saldos à ordem passaram a ser remunerados, sendo estes acrescentados aos rendimentos gerados pelos títulos e depósitos da carteira. O valor reportado incluía o montante de 152,34 euros (57,03 euros referente a 2005 e 95,31 euros referente a 2006) referente a remunerações dos saldos à vista.

Quadro 25 • Desagregação dos rendimentos da Carteira | Em euros

Juros Corridos Totais	5 094 638,74
dos quais:	
de Títulos	4 974 466,85
de Depósitos	120 076,58
de Saldo à Vista	95,31
Amortização de prémios e descontos de títulos	-1 618 445,36
Resultados da venda de títulos	3 800,05
Juros corridos de Saldo à Vista referentes a 2005	57,03
Total	3 480 050,46

Fonte: Banco de Portugal.

Destaques

- O capital do fundo manteve-se inalterado
- Realização de *trading* em títulos alemães permitiu gerar valias positivas
- *Outperformance*, no ano, da carteira face ao *benchmark* em 8 pb

Quadro 26 • Rentabilidade e resultados obtidos

Período	Capital realizado (milhões)	Rentabilidade anualizada		Rendimentos (milhões)	
		Carteira	Benchmark	Carteira	Benchmark
Ano	-	3,38%	3,30%	3,61 €	3,52 €
Desde início da gestão	106,71 €	3,97%	3,77%	33,03 €	31,43 €

Fonte: Banco de Portugal.

Evolução dos mercados financeiros e cambiais

A crise do mercado hipotecário de alto risco nos EUA minou a confiança dos investidores, levando a uma reapreciação brusca do risco de crédito em todos os segmentos de mercado.

Nos EUA, o FED iniciou um ciclo agressivo de redução das taxas de juro oficiais, de 5,25% no final de 2006 para 4,25% no final de 2007. Por outro lado, o BCE prosseguiu o ciclo de subida das taxas de juro oficiais no primeiro semestre de 2007. Contudo, o aumento dos riscos decorrentes da instabilidade nos mercados financeiros levou a que o BCE interrompesse esse ciclo.

Neste contexto, e apesar da crescente instabilidade nos mercados financeiros decorrente da crise de crédito, a curva de rendimentos alemã registou uma forte deslocação ascendente.

Figura 27 • Taxas de juro oficiais | Em percentagem

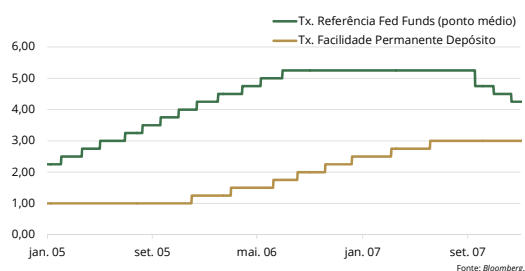
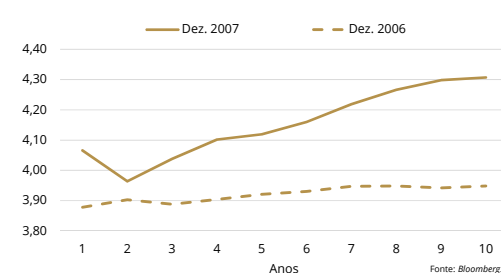


Figura 28 • Curva de rendimentos de Alemanha | Em percentagem



Gestão

A gestão da carteira caracterizou-se pela:

- i) Aplicação do recebimento de cupões em depósitos;
- ii) Realização de *trading* entre títulos alemães, que geraram valias positivas de 2960,18 euros;
- iii) Renovação de depósitos destinados à distribuição de rendimentos de 2006, uma vez que as instruções de Cabo Verde para a transferência dos fundos apenas foram recebidas em maio.

Quadro 27 • Posicionamento da Carteira e *Benchmark* em 31 de dezembro de 2007

Instrumento	Carteira			Diferencial Carteira vs <i>Benchmark</i>		
	Montante (EUR)	Peso (%)	Modif. duration (meses)	Montante (EUR)	Peso (%)	Modif. duration (meses)
Títulos	102 282 235,56	93,71	27,78	-1 992 158,01	-2,10	6,97
Depósitos	6 858 397,72	6,28	1,75	2 300 989,47	2,10	0,13
Saldos à vista	4 673,76	0,00	-	4 611,94	0,00	-
Total	109 145 307,04	100,00	26,14	313 443,40	-	6,13

Fonte: Banco de Portugal. | Nota: Montante corresponde ao principal acrescido de juros corridos.

Rendimentos de 2007

Os rendimentos gerados em 2007 cifraram-se em 3 610 549,73 euros (incluindo 63,74 euros provenientes de remunerações do saldo à vista junto do *Bank of New York*).

Quadro 28 • Desagregação dos rendimentos da Carteira | Em euros

Juros Corridos Totais	5 227 932,61
dos quais:	
de Títulos	5 024 833,65
de Depósitos	203 035,22
de Saldos à Vista	63,74
Amortização de prémios e descontos de títulos	-1 620 343,06
Resultados da venda de títulos	2 960,18
Total	3 610 549,73

Fonte: Banco de Portugal.

Destaques

- O capital do fundo manteve-se inalterado
- Realização de operações com instituições financeiras condicionada em consequência da forte turbulência nos mercados financeiros
- Introdução de exposição a Áustria
- *Outperformance*, no ano, da carteira face ao *benchmark* em 61 pb

Quadro 29 • Rentabilidade e resultados obtidos

Período	Capital realizado (milhões)	Rentabilidade anualizada		Rendimentos (milhões)	
		Carteira	Benchmark	Carteira	Benchmark
Ano	-	3,96%	3,35%	4,24 €	3,58 €
Desde início da gestão	106,71 €	3,97%	3,73%	37,27 €	35,01 €

Fonte: Banco de Portugal.

Evolução dos mercados financeiros e cambiais

A agudização e globalização da crise financeira induziu um cenário recessivo sincronizado nas principais economias no segundo semestre de 2008. Os EUA experienciaram um forte abrandamento económico.

Na área do euro, a economia foi sujeita a vários choques negativos. Depois do aumento dos preços das matérias-primas e das taxas oficiais, sofreu o impacto do acentuar da crise financeira, através da contração do crédito à economia e do forte abrandamento da procura externa. Neste contexto, as principais economias da área do euro entraram em situação recessiva e as curvas de rendimento registaram um movimento generalizado de descida, em particular no final do ano.

No plano das taxas de juro oficiais, em Outubro, numa decisão concertada, o FED, BCE, BoE e os bancos centrais do Canadá, Suíça e Suécia desceram as taxas em 50 pb.

Figura 29 • Taxas de juro oficiais | Em percentagem

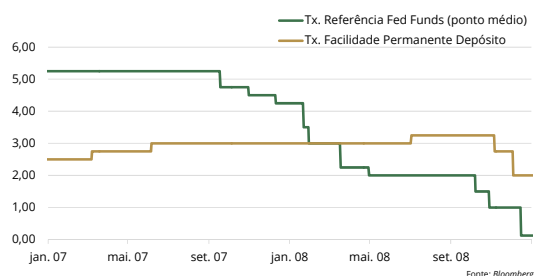
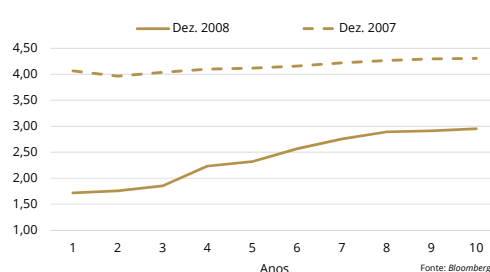


Figura 30 • Curva de rendimentos de Alemanha | Em percentagem



Gestão

Foram aplicadas à gestão do CVDTF as medidas de natureza cautelar, decorrentes da crise financeira, aprovadas para a gestão dos ativos de investimento próprios do Banco de Portugal, o que implicou uma maior restritividade na seleção das instituições elegíveis e a redução, para uma semana, do prazo máximo das operações das aplicações do mercado monetário, com exceção do período próximo do final do ano, tendo em consideração a iliquidez normal nesse período.

A gestão aproveitou os movimentos positivos dos *yields* para efetuar a substituição de um título do tesouro francês por um título do tesouro austríaco, sendo pela primeira vez introduzida exposição a Áustria na carteira.

Relativamente aos limites sobre instituições supranacionais e paragovernamentais, em julho foi suspensa a contratação de novas operações em títulos emitidos pela *Freddie Mac – Federal Home Loan Mortgage Corp*, devido à fragilidade e incerteza que pairava sobre o mercado de habitação norte-americano. A carteira detinha 10 milhões de euros de uma obrigação desta instituição (FHLM 09/2010 5,75%).

Face à instabilidade vivida, foi decidido que as taxas a aplicar nas renovações dos depósitos realizados pelo *benchmark* seriam: i) iguais às obtidas pela gestão ativa quando as datas de transação coincidissem; ii) as taxas constantes no sistema informático de gestão de ativos, importadas da *Reuters*, para as restantes situações.

Quadro 30 • Posicionamento da Carteira e *Benchmark* em 31 de dezembro de 2008

Instrumento	Carteira			Diferencial Carteira vs <i>Benchmark</i>		
	Montante (EUR)	Peso (%)	Modif. duration (meses)	Montante (EUR)	Peso (%)	Modif. duration (meses)
Títulos	88 826 728,32	79,08	18,98	-18 180 284,32	-16,78	8,75
Depósitos	23 493 685,42	20,92	2,49	18 868 812,39	16,77	1,45
Saldo à vista	5 247,08	0,00	-	5 233,65	0,01	-
Total	112 325 660,82	100,00	15,53	693 761,72	-	5,68

Fonte: Banco de Portugal. | Nota: Montante corresponde ao principal acrescido de juros corridos.

Rendimentos de 2008

Os rendimentos gerados em 2008 ascenderam a 4 235 253,07 euros (incluindo 223,26 euros por remuneração dos saldos à vista).

Quadro 31 • Desagregação dos rendimentos da Carteira | Em euros

Juros Corridos Totais	4 862 693,84
dos quais:	
de Títulos	4 096 786,56
de Depósitos	765 684,02
de Saldo à Vista	223,26
Amortização de prémios e descontos de títulos	-783 376,60
Resultados da venda de títulos	155 935,83
Total	4 235 253,07

Fonte: Banco de Portugal.

Destaques

- O capital do fundo manteve-se inalterado
- Segunda renovação do *benchmark*
- Introdução de exposição a Irlanda e Espanha
- Medidas de natureza cautelar aliviadas no último trimestre
- *Outperformance*, no ano, da carteira face ao *benchmark* em 130 pb

Quadro 32 • Rentabilidade e resultados obtidos

Período	Capital realizado (milhões)	Rentabilidade anualizada		Rendimentos (milhões)	
		Carteira	Benchmark	Carteira	Benchmark
Ano	-	4,40%	3,10%	4,70 €	3,31 €
Desde início da gestão	106,71 €	4,01%	3,66%	41,96 €	38,32 €

Fonte: Banco de Portugal.

Evolução dos mercados financeiros e cambiais

A crise financeira, iniciada em meados de 2007, contribuiu para que se verificasse a maior recessão económica mundial desde a 2ª Guerra Mundial. De realçar ainda o aumento, sem precedentes, dos défices e dívidas públicas nas principais economias em 2009.

Nos EUA, os estímulos monetários e orçamentais aplicados permitiram uma recuperação que se traduziu num retorno ao crescimento a partir do terceiro trimestre de 2009.

Na área do euro, a economia registou a mais longa e profunda recessão da sua história, com quedas do PIB muito acentuadas, principalmente na Alemanha.

As taxas de juro oficiais continuaram a descer, sendo este movimento acompanhado por políticas monetárias não-convencionais: nos EUA com a compra de títulos de dívida pública de médio e longo prazo pelo FED; na área do euro com o programa de compras de *covered bonds* por parte do BCE.

Figura 31 • PIB da área do euro | tvc em percentagem

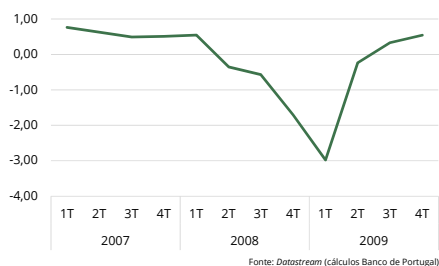
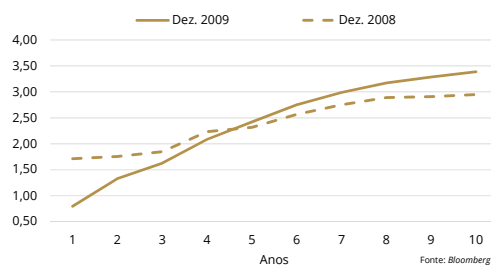


Figura 32 • Curva de rendimentos de Alemanha | Em percentagem



Gestão

A gestão ativa foi caracterizada pelo aproveitamento de movimentos da curva de rendimento, nomeadamente na subida das taxas de rentabilidade do mercado de capitais, embora também em muitas situações limitada pelas medidas de carácter cautelar (aliviadas no último trimestre). Neste contexto, foi adquirido um bilhete do tesouro irlandês para a carteira (IRISH Bill 30/09/2009), com um *yield* de 1,03%, uma vez que o rendimento obtido era superior ao equivalente em depósitos (taxa de cerca de 0,60% para uma semana, prazo máximo permitido).

As restantes operações consistiram no ajustamento ao *benchmark*, o que levou a carteira a vender a totalidade das posições detidas em títulos do *EIB* e da *Freddie Mac* e, parcialmente, do tesouro francês. Foram ainda efetuadas operações de títulos em instrumentos de dívida pública alemã, espanhola e austríaca.

O *benchmark* renovou cerca de 50% da sua composição. O processo de renovação foi efetuado em dois momentos distintos, tendo o primeiro ocorrido em setembro de 2009 e o segundo em janeiro de 2010, de acordo com a proposta efetuada pelo Banco de Portugal e sancionada por Cabo Verde.

Perante uma descida acentuada dos *yields*, a renovação da carteira e do *benchmark* acabou por baixar a rentabilidade de ambas as carteiras. As taxas dos depósitos também diminuiram perante o contexto de abrandamento económico e turbulência nos mercados.⁸

Quadro 33 • Posicionamento da Carteira e *Benchmark* em 31 de dezembro de 2009

Instrumento	Carteira			Diferencial Carteira vs <i>Benchmark</i>		
	Montante (EUR)	Peso (%)	Modif. duration (meses)	Montante (EUR)	Peso (%)	Modif. duration (meses)
Títulos	79 536 811,71	71,64	39,61	-25 699 959,41	-24,26	12,72
Depósitos	31 488 183,48	28,36	0,50	26 982 932,48	24,26	-5,10
Saldos à vista	995,07	0,00	-	994,47	0,00	-
Total	111 025 990,26	100,00	28,52	1 283 967,54	-	2,50

Fonte: Banco de Portugal. | Nota: Montante corresponde ao principal acrescido de juros corridos.

Rendimentos de 2009

Os resultados de 2009 ascenderam a 4 698 385,81 euros. Neste período os saldos à vista junto do BONY não foram objeto de remunerações, dado o nível das taxas no mercado monetário.

Quadro 34 • Desagregação dos rendimentos da Carteira | Em euros

Juros Corridos Totais	4 117 997,13
dos quais:	
de Títulos	3 858 791,10
de Depósitos	259 206,03
de Saldos à Vista	0,00
Amortização de prémios e descontos de títulos	-507 761,28
Resultados da venda de títulos	1 088 149,96
Total	4 698 385,81

Fonte: Banco de Portugal.

⁸ As taxas dos depósitos contratados pela gestão ativa reduziram-se, de 2,25% em Janeiro para 0,20% em Setembro de 2009.

Destaques

- O capital do fundo manteve-se inalterado
- Conclusão do processo de renovação do *benchmark* iniciado em 2009
- *Downgrade* do *rating* de longo prazo atribuído a Irlanda (ver Caixa 3)
- *Outperformance*, no ano, da carteira face ao *benchmark* em 181 pb

Quadro 35 • Rentabilidade e resultados obtidos

Período	Capital realizado (milhões)	Rentabilidade anualizada		Rendimentos (milhões)	
		Carteira	Benchmark	Carteira	Benchmark
Ano	-	4,13%	2,32%	4,41 €	2,48 €
Desde início da gestão	106,71 €	4,02%	3,54%	46,38 €	40,80 €

Fonte: Banco de Portugal.

Evolução dos mercados financeiros e cambiais

Num contexto de dificuldades significativas ao nível orçamental e económico e também nos sistemas bancários de alguns países, receios dos investidores sobre a qualidade do risco de crédito de alguns soberanos europeus afetou o mercado soberano da área do euro.

Após a forte contração da economia mundial em 2009 e a implementação de medidas agressivas de estímulo monetário e orçamentais tomadas pelas autoridades, assistiu-se a alguma recuperação económica, essencialmente na Alemanha.

Nos EUA, o FED começou a dar sinais de que iria ter de recorrer a nova vaga de *Quantitative Easing* para evitar nova recessão económica, pelo que as taxas de rentabilidade dos EUA desceram.

Na Europa, a crise de dívida soberana voltou a ser um tema dominante, pelo que se seguiu novo período de aversão ao risco, com um movimento de descida dos *yields* nos mercados *core* da área do euro e alargamento de *spreads* nos países periféricos.

Figura 33 • Curva de rendimentos de Alemanha | Em percentagem

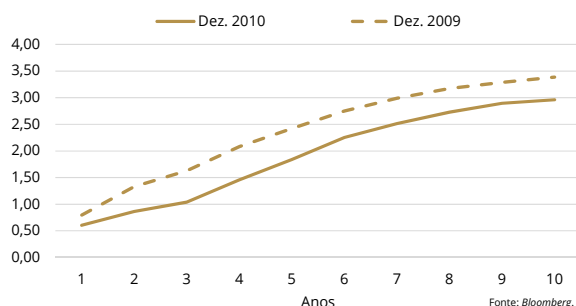
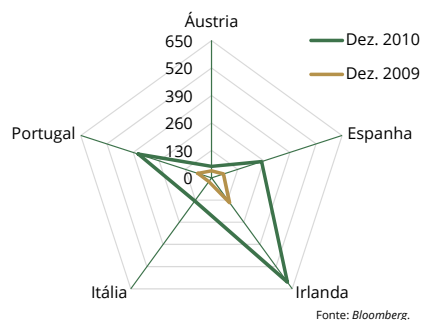


Figura 34 • Spreads a 10 anos face à Alemanha | Em pontos base



Gestão

A gestão substituiu um bilhete do tesouro irlandês (37,2 milhões de euros), próximo do vencimento, por uma obrigação do tesouro irlandês com vencimento em 18 de abril de 2016 (5 milhões de euros). Os restantes fundos foram aplicados na aquisição de um título do tesouro austríaco (RABG 07/2015 3,5%). Foi fechada a posição detida em CADES (10 milhões de euros, adquirido em 2005). O objetivo foi assegurar liquidez para a transferência dos rendimentos do fundo gerados em 2009 (4,7 milhões de euros) e cumprir o limite de *modified duration* de +/- 6 meses face ao *benchmark*, que se encontrava em fase de renovação.

A gestão efetuou ainda trocas entre títulos dos tesouros austríaco e espanhol, com vencimentos em julho e abril de 2015, respetivamente e, ainda, entre títulos do tesouro irlandês, com vencimentos em janeiro de 2014 (venda) e abril de 2016 (compra).

Atendendo à evolução do mercado da dívida de alguns países europeus e à composição da carteira, constituída por títulos do tesouro espanhol (62,4%) e irlandês (37,6%), a gestão, no 2º semestre, apenas aplicou os fundos recebidos de cupões.

Por seu turno, o *benchmark*, substituiu o título do tesouro alemão, que se venceu em 4 de janeiro de 2010, por outro título do mesmo emitente com vencimento em 4 de julho de 2015 e cupão de 3,25%, de acordo com o estipulado no ponto 9.2 das *guidelines*.

A carteira não apresentava qualquer depósito, sendo 60% da sua componente de títulos composta por títulos emitidos pelo governo espanhol e 40% por títulos irlandeses.

Quadro 36 • Posicionamento da Carteira e *Benchmark* em 31 de dezembro de 2010

Instrumento	Carteira			Diferencial Carteira vs <i>Benchmark</i>		
	Montante (EUR)	Peso (%)	Modif. duration (meses)	Montante (EUR)	Peso (%)	Modif. duration (meses)
Títulos	99 074 214,04	99,99	46,29	-10 550 026,68	2,60	-0,10
Depósitos	-	-	-	-2 938 993,15	-2,61	-0,90
SalDOS à vista	12 653,67	0,01	-	12 652,82	0,01	-
Total	99 086 867,71	100,00	46,29	-13 476 367,01	-	1,08

Fonte: Banco de Portugal. | Nota: Montante corresponde ao principal acrescido de juros corridos.

Rendimentos de 2010

Os resultados gerados em 2010 ascenderam a 4 412 001,09 euros. Neste período os saldos à vista junto do BONY não foram remunerados.

Quadro 37 • Desagregação dos rendimentos da Carteira | Em euros

Juros Corridos Totais	3 884 912,44
dos quais:	
de Títulos	3 878 175,30
de Depósitos	6 737,14
de SalDOS à Vista	0,00
Amortização de prémios e descontos de títulos	-559 916,52
Resultados da venda de títulos	1 087 005,17
Total	4 412 001,09

Fonte: Banco de Portugal.

Caixa 3 • *Downgrade* do *rating* de longo prazo atribuído a Irlanda – 2010

No dia 6 de outubro de 2010, a agência *Fitch Ratings* procedeu à redução do *rating* de longo prazo atribuído à República da Irlanda de AA- para A+. Face a este *downgrade*, em 14 de outubro de 2010, o Banco de Portugal enviou uma carta ao Delegado do Governo a informar que os *ratings* da Irlanda (cerca de 40% do total dos títulos detidos em carteira) estavam abaixo do limiar estabelecido nas *guidelines* do CVDTF (AA-/Aa3) para aquisição de títulos deste emitente. A componente de títulos de carteira era a seguinte:

Figura C3.1 • Títulos detidos em Carteira em 14 de outubro de 2010 | Em euros

Instrumento	Valor Nominal
IRISH 04/2016 4,6%	42 500 000,00
SPGB 10/2014 3,3%	30 000 000,00
SPGB 04/2015 3,0%	32 500 000,00
Total	105 000 000,00

Fonte: Banco de Portugal.

O título emitido pelo governo irlandês, com vencimento em abril de 2016 foi adquirido quando os respetivos *ratings* se situavam acima daquele limiar. Atendendo aos mecanismos de proteção criados na União Europeia com vista à prevenção de situações de *default* dos estados-membros (e implementação do *Securities Markets Programme* - SMP), o Banco de Portugal, na gestão dos seus ativos, seguiu o princípio de não efetuar vendas dos títulos dos países da zona euro objeto de maior pressão nos mercados, pelo que propôs a Cabo Verde a seguinte linha de atuação na gestão do fundo enquanto os *ratings* da Irlanda estivessem abaixo do limiar de AA-/Aa3:

- Não proceder à realização de novas aquisições de títulos emitidos pela Irlanda.
- Manter o atual título em carteira.
- Não realizar novas operações, cambiais e mercado monetário, com bancos irlandeses.

A 5 de novembro de 2010, as autoridades cabo-verdianas comunicaram estar de acordo com a linha de atuação adotada para a gestão do CVDTF enquanto os *ratings* da Irlanda estivessem abaixo do limiar de AA /Aa3.

O *rating* de longo prazo da República da Irlanda foi objeto de novas reduções:

- Em 23 de novembro, a *Standard & Poor's* efetuou um *downgrade* de AA- para A;
- Em 9 de dezembro, a *Fitch Ratings* procedeu a nova descida, de A+ para BBB+;
- Em 17 de dezembro, a *Moody's* efetuou um *downgrade* de Aa2 para Baa1.

Destaques

- O capital do fundo manteve-se inalterado
- *Downgrade* do *rating* de longo prazo de Espanha (ver Caixa 4)
- *Outperformance*, no ano, da carteira face ao *benchmark* em 78 pb

Quadro 38 • Rentabilidade e resultados obtidos

Período	Capital realizado (milhões)	Rentabilidade anualizada		Rendimentos (milhões)	
		Carteira	Benchmark	Carteira	Benchmark
Ano	-	3,17%	2,39%	3,38 €	2,55 €
Desde início da gestão	106,71 €	3,95%	3,44%	49,76 €	43,34 €

Fonte: Banco de Portugal.

Evolução dos mercados financeiros e cambiais

Novo abrandamento da economia mundial, fruto do esgotamento de estímulos económicos e da incerteza derivada do acentuar da crise de dívida soberana nos mercados europeus.

A economia alemã teve uma excelente *performance* no primeiro semestre de 2011, impulsionando a área do euro. Contudo, a partir do segundo semestre verificou-se um abrandamento do ritmo de crescimento, devido à forte deterioração da confiança dos investidores.

Na área do euro, a par de uma descida dos *yields* nos mercados *core*, verificou-se um novo e significativo alargamento de *spreads*. Os *spreads* face à Alemanha alargaram em todos os países da área do euro.

Contudo, o movimento mais relevante de 2011 foi a transmissão dos efeitos de contágio dentro da área do euro a um maior número de mercados periféricos (como Espanha e Itália) e numa segunda fase aos mercados *core*. Esta evolução verificou-se apesar do alargamento, em Agosto, do âmbito do SMP à dívida espanhola e italiana.

Figura 35 • Curva de rendimentos de Alemanha | Em percentagem

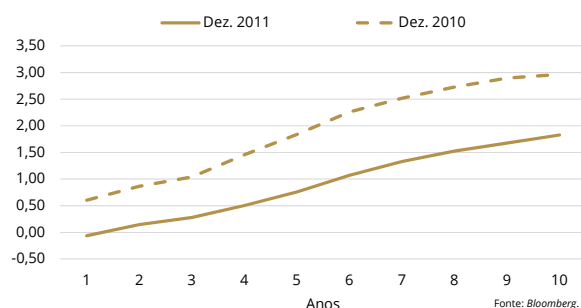
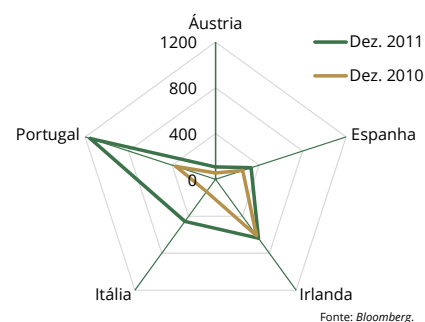


Figura 36 • Spreads a 10 anos face à Alemanha | Em pontos base



Gestão

A gestão da carteira foi bastante condicionada pela crise de dívida soberana na zona euro, pelo que realizou maioritariamente transações de depósitos com os fundos provenientes do recebimento de cupões de títulos. Apenas duas transações sobre títulos foram realizadas durante o ano, nomeadamente a venda de 160 mil euros (valor nominal) do título SPGB 10/2014 3,3%, de forma a assegurar a distribuição de rendimentos do ano anterior e, a aquisição, em outubro, de um bilhete do tesouro francês com vencimento em abril de 2012. Este bilhete do tesouro tinha como objetivo ser uma alternativa à realização de depósitos, uma vez que os limites para aplicações em instituições financeiras eram bastante reduzidos e os bancos começavam a perder o interesse em aceitar depósitos em euros.

Quadro 39 • Posicionamento da Carteira e *Benchmark* em 31 de dezembro de 2011

Instrumento	Carteira			Diferencial Carteira vs <i>Benchmark</i>		
	Montante (EUR)	Peso (%)	Modif. duration (meses)	Montante (EUR)	Peso (%)	Modif. duration (meses)
Títulos	102 735 304,70	100,00	37,32	-9 885 380,60	2,58	1,18
Depósitos	-	-	-	-2 981 688,54	-2,58	0,00
Saldo à vista	3 327,82	0,00	-	3 327,48	0,00	-
Total	102 738 632,52	100,00	37,31	-12 863 741,66	-	2,10

Fonte: Banco de Portugal. | Nota: Montante corresponde ao principal acrescido de juros corridos.

Rendimentos de 2011

Os rendimentos referentes a 2011 ascenderam a 3 383 022,42 euros. No entanto este valor só foi apurado em março de 2012, após deteção de um problema de programação. Neste período os saldos à vista junto do BONY não foram remunerados.

Quadro 40 • Desagregação dos rendimentos da Carteira | Em euros

Juros Corridos Totais	3 937 030,06
dos quais:	
de Títulos	3 928 304,56
de Depósitos	8 725,50
de Saldo à Vista	0,00
Amortização de prémios e descontos de títulos	-547 295,34
Resultados da venda de títulos	-6 712,30
Total	3 383 022,42

Fonte: Banco de Portugal.

Caixa 4 • Downgrade do rating de longo prazo atribuído a Espanha – 2011

Em outubro de 2011 ocorreu o *downgrade* do *rating* de longo prazo de Espanha de Aa2 para A1 pela *Moody's*, com um *outlook* negativo, pelo que Espanha deixou de ser elegível, como emitente, para efeitos da gestão do CVDTF (o limiar estabelecido nas *guidelines* do CVDTF é AA-/Aa3).

Em outubro de 2011, e à semelhança do sucedido com Irlanda em 2010, o Banco de Portugal enviou uma carta a Cabo Verde a notificar das alterações do *rating* de Espanha, de possíveis impactos na *performance* em caso de venda dos títulos e propôs às autoridades de Cabo Verde a seguinte linha de atuação na gestão do fundo enquanto os ratings de Espanha estivessem abaixo do limiar de AA-/Aa3:

- Não proceder à realização de novas aquisições de títulos emitidos por emittentes espanhóis.
- Manter os atuais títulos em carteira.
- Não realizar novas operações cambiais e de mercado monetário com bancos espanhóis.

Com a ativação do programa de compras para Espanha no âmbito do SMP, e para evitar maior pressão no mercado em questão, o Banco de Portugal não efetuou quaisquer operações de títulos envolvendo emittentes espanhóis.

A liquidação das posições envolvendo títulos espanhóis detidos em carteira, no montante nominal de 62,34 milhões de euros, iria resultar, de acordo com simulação realizada, num prejuízo de 2,68 milhões de euros, com impacto na taxa de rentabilidade anual do fundo, que passaria de 3,71% para 0,11%, e de 3,97% para 3,74% desde o início da gestão.

Figura C4.1 • Simulação da venda dos títulos soberanos de Espanha detidos em Carteira | Em euros

Título SPGB 10/2014 3,3%
Data-valor 20/10/2011
Preço venda 97,356

Compra				Venda			
Data-Valor	Valor Nominal	Preço compra	Montante de liquidação	Montante Nominal	Amortizações acumuladas	Montante de liquidação	Valias
09/10/2009	4 340 000	102,77	4 460 218	4 225 250	48 204,30	4 273 455	-186 763,30
09/10/2009	2 000 000	102,80	2 056 000	1 947 120	22 454,55	1 969 575	-86 425,45
15/10/2009	1 000 000	102,67	1 026 700	973 560	10 653,91	984 214	-42 486,09
26/10/2009	2 000 000	102,46	2 049 200	1 947 120	19 454,29	1 966 574	-82 625,71
15/02/2010	20 500 000	101,65	20 838 250	19 957 980	120 424,08	20 078 404	-759 845,92
Total (EUR)	29 840 000		30 430 368	29 051 030	221 191,12	29 272 222	-1 158 146,48

Título SPGB 04/2015 3,0%
Data-valor 20/10/2011
Preço venda 95,855

Compra				Venda			
Data-Valor	Valor Nominal	Preço compra	Montante de liquidação	Montante Nominal	Amortizações acumuladas	Montante de liquidação	Valias
29/03/2010	15 000 000	100,83	15 124 526	14 378 250	38 202,18	14 416 452	-708 073,53
19/04/2010	1 500 000	100,77	1 511 550	1 437 825	3 451,80	1 441 277	-70 273,20
21/04/2010	16 000 000	100,75	16 120 000	15 336 800	35 771,12	15 372 571	-747 428,88
Total (EUR)	32 500 000		32 756 076	31 152 875	77 425,10	31 230 300	-1 525 775,61

Total de valias: -2 683 922,09

Fonte: Banco de Portugal e *Bloomberg* (cálculos Banco de Portugal).

Destaques

- O capital do fundo manteve-se inalterado
- *Ratings* de Espanha foram objeto de novos *downgrades*
- Novas regras para depósitos efetuados no *benchmark*
- *Outperformance*, no ano, da carteira face ao *benchmark* em 79 pb

Quadro 41 • Rentabilidade e resultados obtidos

Período	Capital realizado (milhões)	Rentabilidade anualizada		Rendimentos (milhões)	
		Carteira	Benchmark	Carteira	Benchmark
Ano	-	3,16%	2,37%	3,39 €	2,53 €
Desde início da gestão	106,71 €	3,89%	3,36%	53,14 €	45,88 €

Fonte: Banco de Portugal.

Evolução dos mercados financeiros e cambiais

Desaceleração do crescimento mundial, com a área do euro a entrar em recessão, os EUA com crescimento moderado e as economias emergentes a manterem um crescimento forte. O efeito recessivo de curto prazo das medidas orçamentais restritivas, a par dos efeitos extremamente negativos do prolongamento da crise da dívida soberana na Europa foram os principais fatores a penalizar o crescimento.

No final de Julho, a intervenção de *Mario Draghi* defendendo a irreversibilidade do euro e o posterior anúncio do programa de OMT gerou no mercado um sentimento mais positivo. O BCE reduziu a taxa de juro da facilidade permanente de depósito para 0%.

Na área do euro, apesar da descida dos *yields* alemães, verificou-se uma significativa compressão de *spreads*, com Espanha a constituir exceção.

Figura 37 • Curva de rendimentos de Alemanha | Em percentagem

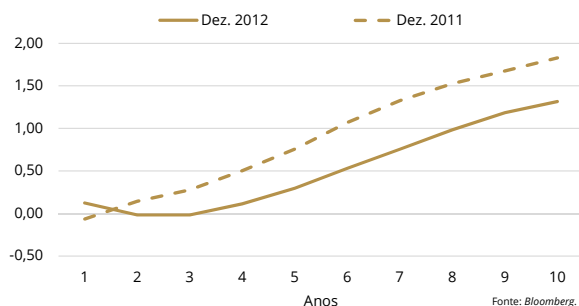


Figura 38 • Spreads a 10 anos face à Alemanha | Em pontos base



Gestão

A gestão da carteira continuou a ser condicionada pela crise de dívida soberana na zona euro. Neste sentido não foram efetuadas quaisquer operações de títulos, tendo apenas sido efetuado depósitos com os fundos provenientes do recebimento de cupões dos títulos, a taxas que oscilaram entre 0,05% e 0,15%. A partir de julho, a gestão optou por deixar os fundos em saldos à vista, remunerados à taxa zero, em detrimento de aplicar em depósitos, uma vez que as instituições financeiras continuavam a não ter qualquer interesse em euros, oferecendo inclusive taxas negativas para depósitos.

Para evitar discrepâncias entre as taxas de renovações dos depósitos da carteira e do *benchmark*, foi decidido pelo Banco de Portugal que, a partir de maio, o *benchmark* aplicaria aos seus fundos a mesma taxa que a carteira conseguisse obter nas suas aplicações (zero, se continuasse a ser esse o caso).

A permanência de 1,5 milhões de euros em saldos à vista junto do BONY tinha como objetivo aproveitar uma oportunidade para a realização de *trading* que permitisse a obtenção de rentabilidade positiva e evitar a concretização de aplicações a taxas negativas. No entanto, a manutenção das taxas de *money market* negativas ou próximas de zero e a permanência dos *yields* historicamente baixos nos títulos *core* levaram a que a gestão continuasse a aguardar por *yields* mais atrativos para aplicar os fundos disponíveis.

Quadro 42 • Posicionamento da Carteira e *Benchmark* em 31 de dezembro de 2012

Instrumento	Carteira			Diferencial Carteira vs <i>Benchmark</i>		
	Montante (EUR)	Peso (%)	Modif. duration (meses)	Montante (EUR)	Peso (%)	Modif. duration (meses)
Títulos	109 190 316,95	98,63	28,68	-2 486 394,21	1,22	3,62
Depósitos	-	-	-	0,00	0,00	-
Saldos à vista	1 520 980,69	1,37	-	-1 457 742,70	-1,22	-
<i>Total</i>	110 711 297,64	100,00	28,29	-3 944 136,91	-	3,88

Fonte: Banco de Portugal. | Nota: Montante corresponde ao principal acrescido de juros corridos.

Rendimentos de 2012

Os rendimentos em 2012 ascenderam a 3 385 520,27 euros. Neste período os saldos à vista junto do BONY não foram remunerados.

Quadro 43 • Desagregação dos rendimentos da Carteira | Em euros

Juros Corridos Totais	3 921 674,07
dos quais:	
de Títulos	3 920 718,78
de Depósitos	955,29
de Saldos à Vista	0,00
Amortização de prémios e descontos de títulos	-536 153,79
Resultados da venda de títulos	-
<i>Total</i>	3 385 520,27

Fonte: Banco de Portugal.

Destaques

- O capital do fundo manteve-se inalterado
- Crise da dívida soberana na zona euro continuou a condicionar a gestão
- *Outperformance*, no ano, da carteira face ao *benchmark* em 80 pb

Quadro 44 • Rentabilidade e resultados obtidos

Período	Capital realizado (milhões)	Rentabilidade anualizada		Rendimentos (milhões)	
		Carteira	Benchmark	Carteira	Benchmark
Ano	-	3,17%	2,37%	3,38 €	2,53 €
Desde início da gestão	106,71 €	3,84%	3,28%	56,52 €	48,40 €

Fonte: Banco de Portugal.

Evolução dos mercados financeiros e cambiais

A atividade económica a nível global observou ritmos de crescimento moderados. O PIB desacelerou consideravelmente nos EUA e manteve-se em contração na área do euro, embora com uma trajetória de melhoria ao longo do ano.

As curvas de rendimentos registaram movimentos ascendentes de *steepening*, refletindo a sinalização dos bancos centrais de que as políticas monetárias iriam manter o cariz acomodatório por um período prolongado. O movimento foi mais contido nos países *core* da área do euro, num contexto de descida das taxas de juro oficiais pelo BCE.

Nos países periféricos da área do euro, as taxas de rentabilidade registaram descidas amplas, beneficiando do maior apetite pelo risco por parte dos investidores que, incentivados pelos progressos de consolidação orçamental obtidos e pela garantia de proteção que a possibilidade de ativação do OMT continuou a proporcionar, optaram pela procura de rendimento em mercados com níveis de *yields* mais atrativos.

Figura 39 • Curva de rendimentos de Alemanha | Em percentagem

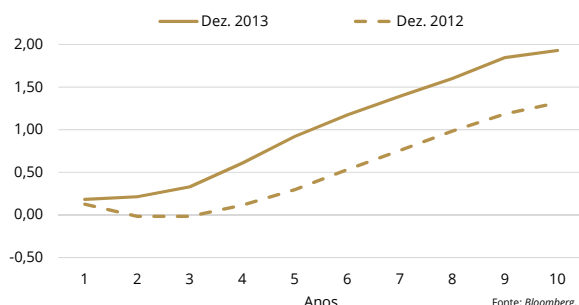


Figura 40 • Spreads a 10 anos face à Alemanha | Em pontos base



Gestão

A crise da dívida soberana na zona euro continuou a ser uma forte condicionante da gestão da carteira ao longo o ano, tendo os recebimentos de cupões dos títulos em carteira (de dívida soberana espanhola e irlandesa) sido mantidos em saldos à vista durante grande parte do ano.

A gestão previa uma subida dos *yields* no início do ano, mas este movimento ocorreu apenas no terceiro trimestre, pelo que os fundos disponíveis foram aplicados no título do tesouro alemão DBR 05/2023 1,5%, em alternativa à permanência em saldos à vista junto do BONY.

Esta posição, que foi revertida no quarto trimestre, proporcionou uma valia positiva de 291,63 euros.

Quadro 45 • Posicionamento da Carteira e *Benchmark* em 31 de dezembro de 2013

Instrumento	Carteira			Diferencial Carteira vs <i>Benchmark</i>		
	Montante (EUR)	Peso (%)	Modif. duration (meses)	Montante (EUR)	Peso (%)	Modif. duration (meses)
Títulos	111 919 023,95	98,20	18,36	2 996 159,89	0,87	4,83
Depósitos	-	-	-	0,00	0,00	-
Saldos à vista	2 053 932,61	1,80	-	-934 563,39	-0,87	-
Total	113 972 956,56	100,00	18,03	2 061 596,50	-	4,86

Fonte: Banco de Portugal. | Nota: Montante corresponde ao principal acrescido de juros corridos.

Rendimentos de 2013

Os rendimentos gerados em 2013 ascenderam a 3 381 748,84 euros. Neste período os saldos à vista junto do BONY não foram remunerados.

Quadro 46 • Desagregação dos rendimentos da Carteira | Em euros

Juros Corridos Totais	3 917 802,19
dos quais:	
de Títulos	3 917 802,19
de Depósitos	0,00
de Saldos à Vista	0,00
Amortização de prémios e descontos de títulos	-536 344,98
Resultados da venda de títulos	291,63
Total	3 381 748,84

Fonte: Banco de Portugal.

Destaques

- O capital do fundo manteve-se inalterado
- Diversificação da carteira, em detrimento de Alemanha
- Início da terceira renovação do *benchmark*
- *Outperformance*, no ano, da carteira face ao *benchmark* em 139 pb

Quadro 47 • Rentabilidade e resultados obtidos

Período	Capital realizado (milhões)	Rentabilidade anualizada		Rendimentos (milhões)	
		Carteira	Benchmark	Carteira	Benchmark
Ano	-	3,52%	2,13%	3,76 €	2,27 €
Desde início da gestão	106,71 €	3,82%	3,21%	60,28 €	50,67 €

Fonte: Banco de Portugal.

Evolução dos mercados financeiros e cambiais

O crescimento económico global continuou a apresentar um ritmo moderado.

Nos EUA, a atividade registou uma tendência de recuperação ao longo do ano.

Na área do euro, a atividade económica deixou de estar em recessão em 2014, passando a evidenciar um crescimento anémico mas positivo em todos os trimestres.

Nos países periféricos da área do euro, as taxas de rendibilidade registaram descidas mais acentuadas. Verificou-se um movimento significativo de contração de *spreads* dos periféricos face à Alemanha, beneficiando da procura de rendimento em mercados com níveis de *yields* mais atrativos por parte dos investidores, num contexto de maior estabilidade nos mercados de dívida europeia e de alterações favoráveis dos *ratings*.

Figura 41 • Curva de rendimentos de Alemanha | Em percentagem

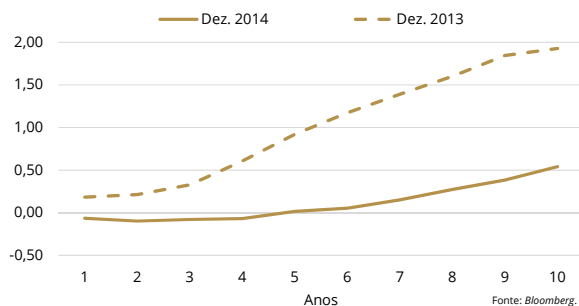
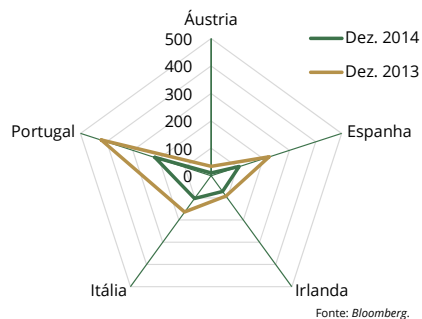


Figura 42 • Spreads a 10 anos face à Alemanha | Em pontos base



Gestão

Elevado número de operações de títulos efetuadas, principalmente no quarto trimestre. Esta situação contrasta com os trimestres anteriores, onde apenas se efetuaram depósitos de curto prazo. As transações de títulos efetuadas no último trimestre envolveram alguma diversificação por parte da gestão, com a venda de títulos do tesouro da Espanha e a abertura de posições em títulos do tesouro da Alemanha e França, as quais foram fechadas antes do final do trimestre e substituídas por títulos do tesouro da Finlândia. No final do ano, a carteira era constituída por saldos à vista e aplicações em dívida soberana finlandesa, irlandesa e espanhola:

Quadro 48 • Títulos detidos em Carteira em 31 de dezembro de 2014 | Em euros

Instrumento	Valor Nominal
RFGB 04/2020 3,375%	46 500 000,00
IRISH 04/2016 4,6%	42 500 000,00
SPGB 04/2015 3,0%	10 000 000,00
Total	99 000 000,00

Fonte: Banco de Portugal.

No *benchmark* procedeu-se à reaplicação dos fundos do vencimento de um título na aquisição de outro título do tesouro alemão com vencimento em 2019 (DBR 10/2019 0,25%).

Quadro 49 • Posicionamento da Carteira e *Benchmark* em 31 de dezembro de 2014

Instrumento	Carteira			Diferencial Carteira vs <i>Benchmark</i>		
	Montante (EUR)	Peso (%)	Modif. duration (meses)	Montante (EUR)	Peso (%)	Modif. duration (meses)
Títulos	112 148 665,07	99,50	35,48	5 168 513,02	2,23	3,64
Depósitos	-	-	-	0,00	0,00	-
SalDOS à vista	559 432,98	0,50	-	-2 437 824,65	-2,23	-
Total	112 708 098,05	100,00	35,30	2 730 688,37	-	4,33

Fonte: Banco de Portugal. | Nota: Montante corresponde ao principal acrescido de juros corridos.

Rendimentos de 2014

Os rendimentos em 2014 ascenderam a 3 758 389,18 euros. Neste período os saldos à vista junto do BONY não foram remunerados.

A partir de dezembro de 2014, o BONY começou a aplicar taxas negativas aos saldos à vista. No entanto, o Banco de Portugal decidiu também, à semelhança do sucedido em 2005, não acionar a Cláusula 10ª do contrato de gestão do CVDTF e suportar os custos decorrentes da aplicação de taxas de juro negativas aos saldos diários da conta afeta ao CVDTF.

Quadro 50 • Desagregação dos rendimentos da Carteira | Em euros

Juros Corridos Totais	3 656 007,53
dos quais:	
de Títulos	3 654 452,43
de Depósitos	1 555,10
de SalDOS à Vista	0,00
Amortização de prémios e descontos de títulos	-590 880,29
Resultados da venda de títulos	693 261,95
Total	3 758 389,18

Fonte: Banco de Portugal.

Destaques

- O capital do fundo manteve-se inalterado
- Continuação do processo de renovação do *benchmark*
- Taxas de rentabilidade da Alemanha em níveis negativos até aos 5 anos
- *Outperformance*, no ano, da carteira face ao *benchmark* em 156 pb,

Quadro 51 • Rentabilidade e resultados obtidos

Período	Capital realizado (milhões)	Rentabilidade anualizada		Rendimentos (milhões)	
		Carteira	Benchmark	Carteira	Benchmark
Ano	-	2,27%	0,71%	2,42 €	0,76 €
Desde início da gestão	106,71 €	3,72%	3,05%	62,70 €	51,43 €

Fonte: Banco de Portugal.

Outperformance essencialmente explicada pela obtenção de valias positivas, mas também pela renovação do *benchmark* a *yields* muito baixos.

Evolução dos mercados financeiros e cambiais

O crescimento económico global continuou a apresentar um ritmo moderado em 2015.

Nos EUA, a curva de rendimentos registou uma evolução *bearish*, num contexto de subida das taxas de juro oficiais pelo FED.

O BCE prosseguiu com o reforço do cariz extremamente acomodatório da política monetária, procurando inverter a tendência descendente da inflação. Neste contexto, o anúncio e a implementação do programa alargado de compras de ativos (EAPP) levaram a uma descida generalizada das taxas de rentabilidade. A curva de rendimentos alemã observou um movimento de *steepening*, com descida significativa dos prazos mais curtos.

Nos países periféricos da área do euro, observou-se alguma redução dos *yields*, quase generalizada, e mais acentuada nos prazos mais curtos. De destacar o desempenho da Irlanda, que se aproximou dos mercados *semi-core*.

Figura 43 • Curva de rendimentos de Alemanha | Em percentagem

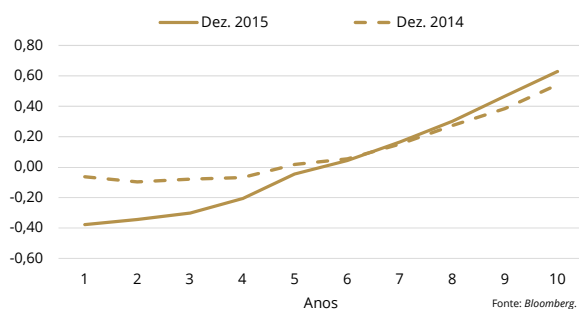
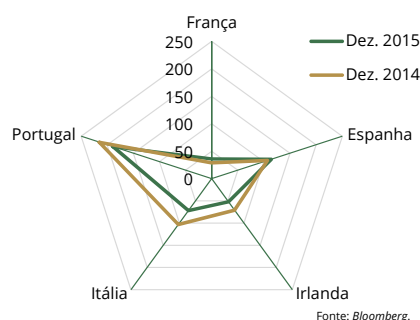


Figura 44 • Spreads a 10 anos face à Alemanha | Em pontos base



Gestão

A carteira realizou, no início do ano, uma troca entre títulos do tesouro finlandês e francês no setor a 5 anos, gerando uma valia positiva de 201 658,19 euros. Atendendo à renovação do *benchmark* e considerando o desvio máximo permitido de 6 meses para a duração, os montantes provenientes do vencimento do título espanhol, assim como dos juros relativos a outros dois títulos em carteira, foram mantidos em saldos à vista até àquela data.

Com os fundos disponíveis e a venda parcial do título irlandês, com vencimento em abril de 2016, a carteira adquiriu o título francês com vencimento em novembro de 2019. A gestão realizou ainda, durante o terceiro trimestre, várias operações de *trading* entre títulos do tesouro francês, com vista a aproveitar as flutuações dos *yields*, que geraram, conjuntamente com a redução da posição no título irlandês, valias positivas no montante de 969 933,22 euros.

No final do ano, a carteira de títulos era constituída por aplicações em dívida soberana francesa (valor nominal de 90,35 milhões de euros) e dívida soberana irlandesa⁹ (valor nominal de 10 milhões de euros).

O *benchmark* renovou, em julho, cerca de 50% da sua estrutura, com a aquisição de um título alemão a 5 anos (46,32 milhões de euros do DBR 07/2020 3%).

Quadro 52 • Posicionamento da Carteira e *Benchmark* em 31 de dezembro de 2015

Instrumento	Carteira			Diferencial Carteira vs <i>Benchmark</i>		
	Montante (EUR)	Peso (%)	Modif. duration (meses)	Montante (EUR)	Peso (%)	Modif. duration (meses)
Títulos	109 926 032,69	99,77	43,34	1 315 452,81	-0,23	-4,88
Depósitos	-	-	-	0,00	0,00	-
SalDOS à vista	258 870,54	0,23	-	258 765,20	0,23	-
Total	110 184 903,23	100,00	43,24	1 574 218,01	-	-4,98

Fonte: Banco de Portugal. | Nota: Montante corresponde ao principal acrescido de juros corridos.

Rendimentos de 2015

Os rendimentos em 2015 ascenderam a 2 421 078,48 euros. Neste período os saldos à vista junto do BONY não foram remunerados.

Quadro 53 • Desagregação dos rendimentos da Carteira | Em euros

Juros Corridos Totais	3 063 270,85
dos quais:	
de Títulos	3 063 270,85
de Depósitos	0,00
de SalDOS à Vista	0,00
Amortização de prémios e descontos de títulos	-1 813 783,78
Resultados da venda de títulos	1 171 591,41
Total	2 421 078,48

Fonte: Banco de Portugal.

⁹ Com rating A-/Baa1/A+.

Destaques

- O capital do fundo manteve-se inalterado
- CVDTF passa a suportar custos por aplicação de taxas negativas sobre o saldo à vista na conta junto do BONY
- *Outperformance*, no ano, da carteira face ao *benchmark* em 17 pb

Quadro 54 • Rentabilidade e resultados obtidos

Período	Capital realizado (milhões)	Rentabilidade anualizada		Rendimentos (milhões)	
		Carteira	Benchmark	Carteira	Benchmark
Ano	-	0,29%	0,12%	0,31 €	0,13 €
Desde início da gestão	106,71 €	3,51%	2,87%	63,01 €	51,56 €

Fonte: Banco de Portugal.

Evolução dos mercados financeiros e cambiais

A atividade económica global registou um ritmo de crescimento moderado e inferior ao esperado.

Nos EUA verificou-se uma deslocação ascendente da curva de rendimentos.

O BCE prosseguiu uma política monetária extremamente acomodatória, procurando atingir o objetivo definido para a inflação. Na área do euro, os *yields* desceram, com os 5 e os 10 anos da Alemanha a atingirem mínimos históricos (-0,62% e -0,19%, respetivamente), em meados do ano. No final de 2016, as taxas de rentabilidade recuperaram, destacando-se a subida do *spread* de França face à Alemanha, o que evidencia um aumento dos riscos do projeto europeu.

Nos países periféricos da área do euro, houve alargamento de *spreads* face à Alemanha, mais significativo em Portugal e Itália.

Figura 45 • Curva de rendimentos de Alemanha | Em percentagem

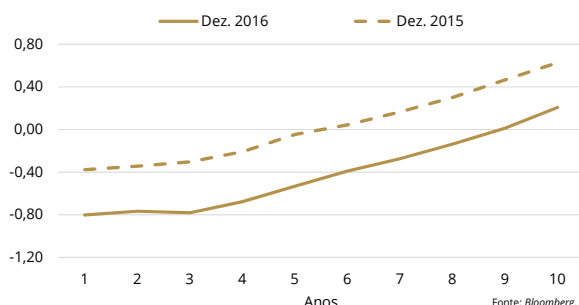
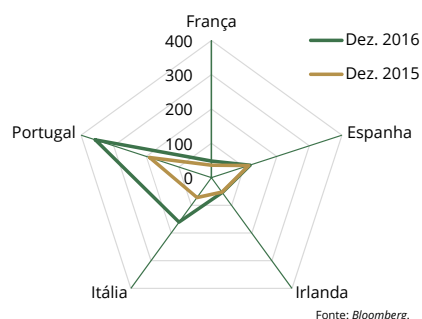


Figura 46 • Spreads a 10 anos face à Alemanha | Em pontos base



Gestão

Durante o ano foram realizadas operações em títulos de dívida soberana belga e francesa. Até ao terceiro trimestre, os fundos foram aplicados em títulos de muito curto prazo de modo a garantir a disponibilidade de liquidez necessária para o reembolso dos rendimentos do ano transato. Esta alternativa teve menos custos do que a manutenção dos fundos em saldos à vista junto do correspondente (com remunerações negativas mais penalizadoras).

As vendas de um bilhete do tesouro belga e um título do tesouro francês geraram uma mais-valia de 12 989,88 euros. Durante o quarto trimestre, a gestão efetuou operações de *trading* entre títulos do tesouro francês, com vista a aproveitar flutuações de *yields*, e realizou uma troca de títulos do tesouro francês, que geraram uma mais-valia de 12 562,95 euros. O total das valias positivas obtidas no ano foi de 25 552,83 euros.

Quadro 55 • Posicionamento da Carteira e *Benchmark* em 31 de dezembro de 2016

Instrumento	Carteira			Diferencial Carteira vs <i>Benchmark</i>		
	Montante (EUR)	Peso (%)	Modif. duration (meses)	Montante (EUR)	Peso (%)	Modif. duration (meses)
Títulos	108 962 008,17	99,75	35,88	-570 675,36	-0,13	-0,92
Depósitos	0,00	-	-	0,00	0,00	-
Saldos à vista	272 587,56	0,25	-	138 029,39	0,13	-
Total	109 234 595,73	100,00	35,79	-432 645,97	-	-0,97

Fonte: Banco de Portugal. | Nota: Montante corresponde ao principal acrescido de juros corridos.

Rendimentos de 2016

O *Bank of New York Mellon* comunicou que, a partir de 11 de janeiro de 2016, iria reduzir os *thresholds* para os saldos diários sem aplicação de taxa negativa.

Foi verificado que, em 2015, os juros mensais por aplicação de taxas negativas aos saldos à ordem foram em grande parte do ano superiores aos custos de custódia. Assim, por deliberação superior do Banco de Portugal, a partir de janeiro de 2016, os juros a débito por aplicação de taxas negativas sobre o saldo à vista na conta do CVDTF junto do BONY passariam a ser suportados pelo *Trust Fund*¹⁰, sendo deduzidos aos resultados anuais apurados da gestão. Neste contexto, aos rendimentos apurados no final de 2016 (313 828,30 euros), foi subtraído o montante de 829,47 euros referente ao pagamento de juros negativos ao BONY, pelo que o rendimento líquido foi de 312 998,83 euros.

Quadro 56 • Desagregação dos rendimentos da Carteira | Em euros

Juros Corridos Totais	1 995 675,24
dos quais:	
de Títulos	1 996 504,71
de Depósitos	0,00
de Saldos à Vista	-829,47
Amortização de prémios e descontos de títulos	-1 708 229,24
Resultados da venda de títulos	25 552,83
Total	312 998,83

Fonte: Banco de Portugal.

¹⁰ Comunicado às autoridades de Cabo Verde em 5 de fevereiro de 2016.

Destaques

- O capital do fundo manteve-se inalterado
- Gestão condicionada pela falta de alternativas no mercado
- *Outperformance*, no ano, da carteira face ao *benchmark* em 5 pb

Quadro 57 • Rentabilidade e resultados obtidos

Período	Capital realizado (milhões)	Rentabilidade anualizada		Rendimentos (milhões)	
		Carteira	Benchmark	Carteira	Benchmark
Ano	-	0,17%	0,12%	0,16 €	0,13 €
Desde início da gestão	106,71 €	3,33%	2,72%	63,18 €	51,69 €

Fonte: Banco de Portugal.

Evolução dos mercados financeiros e cambiais

Aceleração da atividade económica e maior sincronia geográfica em 2017. Taxas de inflação de alguns países industrializados aumentaram face a 2016, aproximando-se dos objetivos definidos pelos bancos centrais.

Nos EUA, as taxas de rentabilidade subiram, particularmente nos curtos prazos, verificando-se um movimento *bearish flattening* da curva de rendimentos.

Na área do euro, após as decisões e o comunicado considerado *dovish* do BCE, verificou-se um movimento *bearish steepening* da curva de rendimentos alemã.

Nos restantes países da área do euro, observou-se uma redução dos *spreads* face aos títulos alemães.

Figura 47 • Curva de rendimentos de Alemanha | Em percentagem

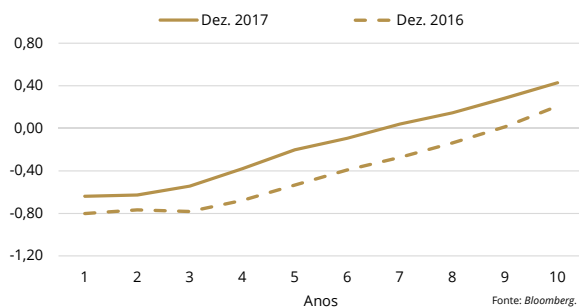
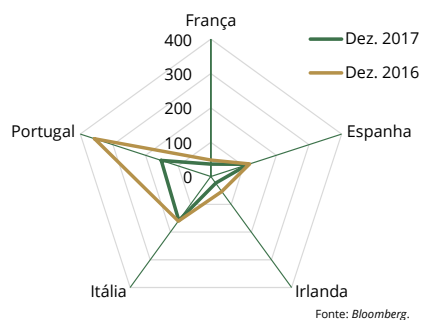


Figura 48 • Spreads a 10 anos face à Alemanha | Em pontos base



Gestão

Efetuuou-se um reinvestimento dos fundos provenientes de vencimentos, em bilhete do tesouro francês, com vencimento a 7 de novembro de 2018 (BTF 11/2018 0%).

A manutenção de *yields* negativos nos mercados obrigacionistas europeus elegíveis para investimento contribuiu para a reduzida atividade. A gestão também foi fortemente condicionada pela falta de alternativas no mercado, o que levou a que uma parte dos fundos resultantes de cupões e vencimentos ficasse em saldos à vista junto do BONY.

Quadro 58 • Posicionamento da Carteira e *Benchmark* em 31 de dezembro de 2017

Instrumento	Carteira			Diferencial Carteira vs <i>Benchmark</i>		
	Montante (EUR)	Peso (%)	Modif. duration (meses)	Montante (EUR)	Peso (%)	Modif. duration (meses)
Títulos	108 962 008,17	99,68	25,20	-276 067,29	-0,09	-0,12
Depósitos	-	-	-	0,00	0,00	-
SalDOS à vista	272 587,56	0,32	-	99 370,37	0,09	-
Total	109 234 595,73	100,00	25,12	-176 696,92	-	-0,14

Fonte: Banco de Portugal. | Nota: Montante corresponde ao principal acrescido de juros corridos.

Rendimentos de 2017

Os rendimentos gerados em 2017 ascenderam a 178 750,19 euros, ao qual foi subtraído o montante de 17 561,05 euros referente ao pagamento de juros negativos ao *Bank of New York Mellon*, pelo que o rendimento líquido foi de 161 189,14 euros.

Quadro 59 • Desagregação dos rendimentos da Carteira | Em euros

Juros Corridos Totais	1 841 688,95
dos quais:	
de Títulos	1 859 250,00
de Depósitos	0,00
de SalDOS à Vista	-17 561,05
Amortização de prémios e descontos de títulos	-1 680 499,81
Resultados da venda de títulos	-
Total	161 189,14

Fonte: Banco de Portugal.

Destaques

- O capital do fundo manteve-se inalterado
- Antecipação de resultados futuros da carteira perante expectativa de subida dos *yields*
- *Outperformance*, no ano, da carteira face ao *benchmark* em 59 pb

Quadro 60 • Rentabilidade e resultados obtidos

Período	Capital realizado (milhões)	Rentabilidade anualizada		Rendimentos (milhões)	
		Carteira	Benchmark	Carteira	Benchmark
Ano	-	0,70%	0,11%	0,75 €	0,12 €
Desde início da gestão	106,71 €	3,19%	2,58%	63,92 €	51,81 €

Fonte: Banco de Portugal.

Evolução dos mercados financeiros e cambiais

Nos EUA, a economia acelerou face a 2017, alicerçada na procura doméstica, que beneficiou do impacto da reforma fiscal da Administração *Trump*. A curva de rendimentos continuou o movimento *bearish flattening*.

Na área do euro, observou-se alguma desaceleração da atividade económica, devido ao contributo negativo das exportações líquidas, perante as tensões comerciais e das perturbações no setor automóvel alemão. Destaca-se ainda o término do programa de compras líquidas do APP do BCE.

A curva de rendimentos da Alemanha fez um movimento de *flattening*, com descidas dos *yields* nos prazos longos. Nos países *non-core*, verificou-se um alargamento de *spreads* face à Alemanha, com destaque para Itália.

Assistiu-se também a um escalar de tensões comerciais e geopolíticas no mundo (relações entre China e EUA, impasse das negociações do *Brexit*, problemas orçamentais em Itália).

Figura 49 • Curva de rendimentos de Alemanha | Em percentagem

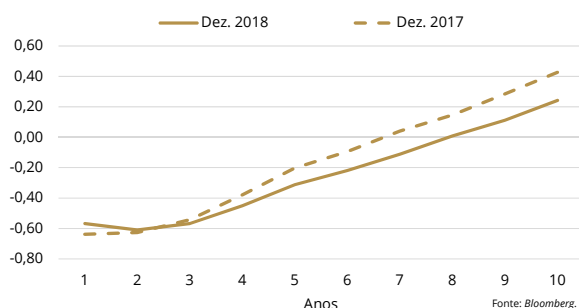
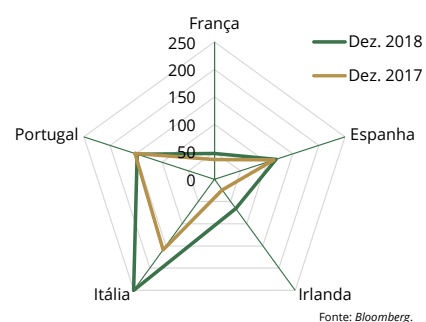


Figura 50 • Spreads a 10 anos face à Alemanha | Em pontos base



Gestão

Num contexto de políticas monetárias menos acomodáticas e algumas tensões a nível global, a gestão optou por alterar significativamente a composição da carteira.

Foram realizadas cerca de 30 operações no decorrer do segundo trimestre, o que antecipou resultados futuros da carteira (numa altura em que se antecipava uma subida de *yields*) e possibilitou gerar uma valia positiva de 833 414,42 euros.

Em novembro foi ainda efetuado, pela primeira vez, um depósito a taxas negativas (à taxa de 0,40%), uma vez que a taxa era menos penalizadora que a dos títulos governamentais com igual maturidade e superior à taxa aplicada pelo BONY sobre saldos à vista.

No final de 2018, a carteira era constituída por saldos à vista e aplicações em dívida soberana alemã e francesa:

Quadro 61 • Títulos detidos em Carteira em 31 de dezembro de 2018 | Em euros

Instrumento	Emitente	Cupão (%)	Maturidade	Valor Nominal
OBL 04/2021 0%	Governo de Alemanha	0,00	09/04/2021	6 500 000,00
OBL 04/2020 0%	Governo de Alemanha	0,00	17/04/2020	34 000 000,00
OAT 10/2019 3,75%	Governo de França	3,75	25/10/2019	6 000 000,00
OAT 11/2019 0,5%	Governo de França	0,50	25/11/2019	50 600 000,00
Total				97 100 000,00

Por seu turno, o *benchmark* era composto por dois títulos de tesouro alemão: 54,91 milhões de euros do OBL 10/2019 0,25% e 48,60 milhões de euros do DBR 07/2020 3,0%.

Quadro 62 • Posicionamento da Carteira e *Benchmark* em 31 de dezembro de 2018

Instrumento	Carteira			Diferencial Carteira vs <i>Benchmark</i>		
	Montante (EUR)	Peso (%)	Modif. duration (meses)	Montante (EUR)	Peso (%)	Modif. duration (meses)
Títulos	98 185 890,81	91,20	13,58	-9 092 124,85	-8,44	0,04
Depósitos	9 250 000,00	8,59	0,00	9 250 000,00	8,59	0,00
Saldos à vista	220 894,82	0,21	-	-165 146,52	-0,15	-
Total	107 656 785,63	100,00	12,39	-7 271,37	-	-1,10

Fonte: Banco de Portugal. | Nota: Montante corresponde ao principal acrescido de juros corridos.

Rendimentos de 2018

Os rendimentos gerados em 2018 ascenderam a 750 859,09 euros, ao qual foi subtraído o montante de 3640,04 euros referente ao pagamento de juros negativos ao BONY.

Quadro 63 • Desagregação dos rendimentos da Carteira | Em euros

Juros Corridos Totais	1 026 735,98
dos quais:	
de Títulos	1 035 926,02
de Depósitos	-5 550,00
de Saldos à Vista	-3 640,04
Amortização de prémios e descontos de títulos	-1 135 706,61
Resultados da venda de títulos	856 189,68
Total	747 219,05

Fonte: Banco de Portugal.

Destaques

- O capital do fundo manteve-se inalterado
- Curva de rendimentos alemã em níveis negativos até aos 10 anos
- Instabilidade no mercado obrigacionista com impacto negativo nos resultados
- *Underperformance* da carteira face ao *benchmark* em 43 pb
- Extinção do CVDTF a 30 de julho

Quadro 64 • Rentabilidade e resultados obtidos

Período	Capital realizado (milhões)	Rentabilidade anualizada		Rendimentos (milhões)	
		Carteira	Benchmark	Carteira	Benchmark
Ano	-	-0,32%	0,11%	-0,20 €	0,07 €
Desde início da gestão	106,71 €	3,08%	2,51%	63,72 €	51,88 €

Fonte: Banco de Portugal. | Nota: Dados até 30 de julho de 2019.

Evolução dos mercados financeiros e cambiais

As previsões de crescimento económico apontam para um abrandamento generalizado dos ritmos de crescimento, em 2019, destacando-se, pela negativa, a área do euro. Manteve-se a incerteza em torno do *Brexit*, assim como as tensões comerciais entre os EUA e outras jurisdições, o que gerou movimentos de aversão ao risco, com queda abrupta dos *yields* alemães e norte-americanos, apreciação das moedas de refúgio e subida do preço do ouro.

Na área do euro, o BCE surpreendeu o mercado ao adotar uma postura mais *dovish* na reunião de junho, criando nos participantes de mercado a expectativa de que uma descida das taxas de juro oficiais deverá ter lugar este ano. Em julho verificou-se um novo reforço das expectativas de políticas monetárias mais acomodáticas.

A curva de rendimentos da Alemanha fez um movimento de *bullish flattening*, com descidas acentuadas dos *yields* nos prazos longos. A taxa de rentabilidade alemã a 10 anos atingiu um mínimo histórico.

Nas outras jurisdições europeias, o movimento de descida foi mais pronunciado, levando a um estreitamento dos *spreads*.

Figura 51 • Curva de rendimentos de Alemanha | Em percentagem

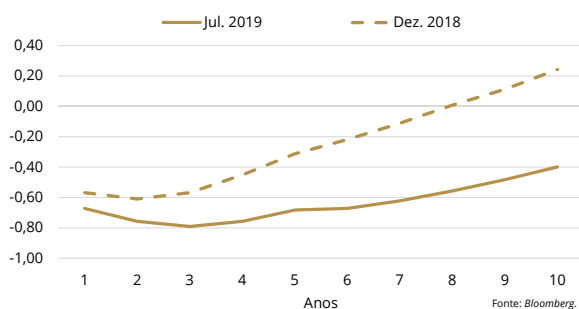
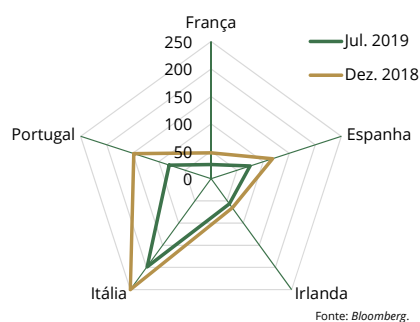


Figura 52 • Spreads a 10 anos face à Alemanha | Em pontos base



Gestão

Num contexto de i) reforço de expectativas de políticas monetárias mais acomodáticas por parte dos principais bancos centrais do mundo, ii) não concretização das expectativas de mercado, de subida de *yields* em 2019, iii) incerteza relativamente aos desenvolvimentos nos mercados obrigacionistas e iv) definição do futuro do CVDTF, não foram realizadas operações de compra ou venda de títulos no primeiro semestre de 2019.

No seguimento da antecipação de resultados realizada em 2018, a carteira era composta por títulos com *yields* substancialmente inferiores às dos títulos do *benchmark*, uma vez que algumas das compras efetuadas foram a níveis negativos. A descida de *yields* verificada em 2019, com a curva de rendimentos alemã a atingir níveis negativos em todos os prazos, e as restrições normativas em vigor para o risco de taxa de juro, medido pelo diferencial de duração face ao *benchmark*, inviabilizaram a tomada de posições que permitissem reverter o cenário de resultados negativos.

Neste contexto, e até 30 de julho de 2019, data em que o CVDTF foi extinto, o Banco de Portugal centrou-se na gestão de liquidez, aplicando os montantes provenientes de cupões recebidos e em saldos à vista em depósitos, a taxas menos negativas do que os restantes instrumentos elegíveis.

Quadro 65 • Posicionamento da Carteira e *Benchmark* em 30 de julho de 2019

Instrumento	Carteira			Diferencial Carteira vs <i>Benchmark</i>		
	Montante (EUR)	Peso (%)	Modif. duration (meses)	Montante (EUR)	Peso (%)	Modif. duration (meses)
Títulos	97 913 106,10	91,21	6,62	-7 558 098,33	-7,08	-0,05
Depósitos	9 249 871,53	8,62	0,00	9 249 871,53	8,62	0,00
Salos à vista	190 705,88	0,18	-	-1 653 212,46	-1,54	-
<i>Total</i>	107 353 683,51	100,00	6,03	38 560,74	-	-0,52

Fonte: Banco de Portugal. | Nota: Montante corresponde ao principal acrescido de juros corridos.

Rendimentos de 2019

Os rendimentos gerados até 30 de julho 2019 ascenderam a -198 259,79 euros, ao qual foi subtraído o montante de 1298,73 euros referente ao pagamento de juros negativos ao BONY neste período.

Quadro 66 • Desagregação dos rendimentos da Carteira | Em euros

Juros Corridos Totais	251 162,16
dos quais:	
de Títulos	276 323,29
de Depósitos	-23 862,40
de Salos à Vista	-1 298,73
Amortização de prémios e descontos de títulos	-450 720,68
Resultados da venda de títulos	-
<i>Total</i>	<i>-199 558,52</i>

Fonte: Banco de Portugal.

Caixa 5 • A degradação dos mercados financeiros na Europa e os impactos nos rendimentos: 2014–2019

Entre 2014 e 2018, o BCE reforçou o carácter acomodatório da política monetária, com a apresentação de novas medidas de estímulo: i) descida das taxas de juro oficiais (taxa *repo* de 0,25%, no início do ano 2014, para 0% e taxa da facilidade permanente de depósito de 0% para -0,40%); ii) implementação de uma TLTRO, para apoiar o crédito ao setor privado não financeiro da área do euro e iii) adoção de um novo programa de compras de obrigações hipotecárias (CBPP3) e de um programa de compras de dívida titularizada (ABSPP).

O BCE anunciou, em 2015, o lançamento de um programa de aquisição de ativos de âmbito alargado a compras de títulos governamentais, de agências e de instituições europeias (PSPP), constituindo assim o *Asset Purchase Programme* – APP, que estava previsto vigorar até setembro de 2016, ou até que se verificasse uma alteração na evolução da inflação.

Neste período, ocorreu a terceira renovação do *benchmark*, onde foram adquiridos títulos alemães a *yields* negativos (OBL 10/2019 0,25% a um *yield* de -0,219% e OBL 07/2020 3% a um *yield* de -0,110%).

Em 2016, o BCE reforçou as medidas de carácter acomodatório, com a criação de um novo programa de compra de ativos, direcionado para o setor não financeiro (CSPP), a expansão do APP até março de 2017 e o lançamento das operações TLTRO II. Este conjunto de políticas aumentou a liquidez da economia e provocou uma forte pressão para as taxas de rentabilidade dos títulos governamentais descerem.

Em abril de 2016, a carteira adquiriu uma obrigação de cupão zero a *yield* negativo (BEG 05/2016 0%, a um *yield* de -0,487%). Os baixos níveis de rendimento verificados impactaram os resultados obtidos no ano (cerca de 313 mil euros, que compara com 2,4 milhões de euros em 2015).

Em 2017, com o objetivo de preservar um grau substancial de acomodação monetária, o BCE decidiu estender o APP até dezembro de 2018. Perante este cenário, no final de 2018 o mercado antecipava uma melhoria das condições económicas da área do euro sendo expectável, de acordo com os *forwards* de taxa de juro, um movimento de subida de *yields*, que acabou por não se concretizar.

Figura C5.1 • Evolução das taxas de juro oficiais do Eurosistema | Em percentagem

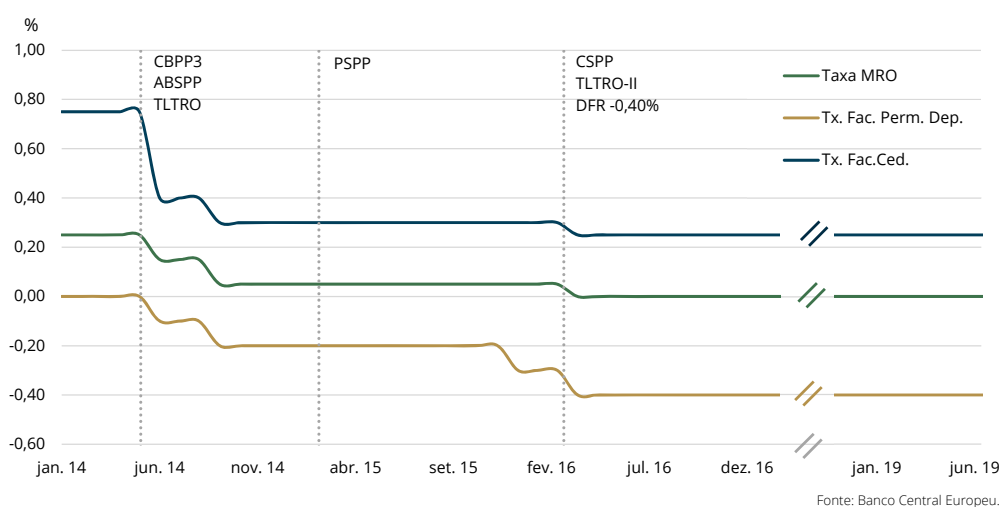


Figura C5.2 • Curva de rendimentos de Alemanha | Em percentagem

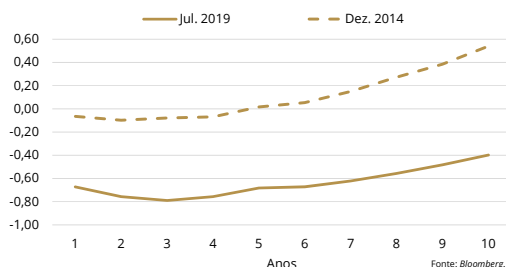
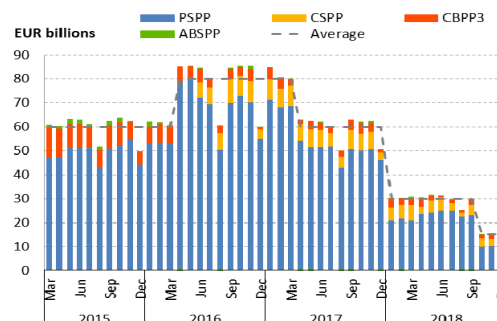


Figura C5.3 • Histórico de compras líquidas do APP efetuadas pelo Eurosistema

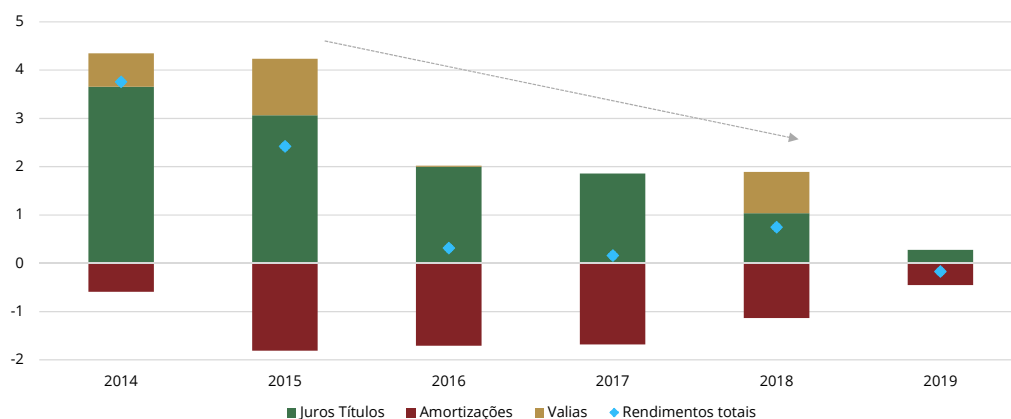


Fonte: Banco Central Europeu.

Em 2019, o BCE reforçou a manutenção do nível das taxas de juro oficiais por um período prolongado. Neste enquadramento de incerteza relativamente aos desenvolvimentos nos mercados obrigacionistas, a gestão da carteira acabou por ser bastante condicionada. Além disso, o número de emittentes disponíveis, para aquisição, pela gestão era muito reduzido, em virtude dos sucessivos *downgrades* ocorridos na altura da crise financeira soberana da área do euro.

Perante estas limitações, e atendendo também às restrições normativas em vigor para o risco de taxa de juro, medido pelo diferencial de duração face ao *benchmark*, após a antecipação de resultados em 2018, os fundos provenientes das valias obtidas e de vencimentos tiveram de ser aplicados em títulos com *yields* muito baixos e até mesmo negativos. Com efeito, a partir de meados de 2018, praticamente todas as transações executadas (em emittentes como Alemanha e França) foram a *yields* inferiores a zero. Isto teve um impacto muito significativo nos rendimentos, refletindo-se principalmente em 2019, uma vez que a contribuição da componente de juros corridos de títulos foi cada vez menor e o montante de amortizações retidas foi cada vez maior.

Figura C5.4 • Evolução dos rendimentos | Em milhões de euros



Fonte: Banco de Portugal. | Nota: Dados até 30 de julho de 2019.

