

---

## 2. FINANCIAMENTO DO ESTADO PORTUGUÊS

### 2.1. ESTRATÉGIA DE GESTÃO DA DÍVIDA PÚBLICA PORTUGUESA

A emissão e gestão da dívida pública está subordinada aos princípios definidos na Lei Quadro da Dívida (Lei n.º 7/98, de 3 de fevereiro), devendo assegurar o financiamento requerido pela execução orçamental, de forma a minimizar os custos diretos e indiretos numa perspetiva de longo prazo e a garantir a sua distribuição de forma equilibrada pelos vários orçamentos anuais, evitando uma excessiva concentração temporal das amortizações e uma exposição a riscos excessivos.

O ano de 2014 representou a consolidação da estratégia de regresso regular ao mercado de dívida pública. Assim, e face à gradual normalização das condições de acesso a mercado, foi possível alargar e diversificar a base de investidores (através de inúmeros contactos e *roadshows*), recuperando o envolvimento de investidores *real money* internacionais, o que permitiu voltar a emitir OT de uma forma regular através de leilões e pré-financiar parte das necessidades de 2015 através de amortizações antecipadas de OT e BT e da manutenção de uma almofada de liquidez, que permite flexibilidade na condução do programa de financiamento de acordo com as melhores condições de mercado.

Tendo em consideração a conjuntura favorável no mercado de dívida pública descrita na secção anterior, foi possível colocar em prática a estratégia de financiamento divulgada no Programa de Financiamento, onde se antecipava a possibilidade de emitir entre EUR 11 e 13 mil milhões de OT ao longo do ano, a que poderiam acrescer também outras emissões de dívida de médio e longo prazo no âmbito do programa *EMTN*.

Ao longo de 2014 foram realizadas 4 emissões sindicadas – reabertura das linhas OT 4,75% jun 2019 e OT 5,65% fev 2024, e emissões de novos *benchmarks MTN USD* out 2025 e OT 3,875% out 2030 – e ainda 4 emissões de OT via leilão – 3 reaberturas da OT 5,65% fev 2024 e uma reabertura da OT 4,8% jun 2020 –, operações que totalizaram uma emissão de dívida de médio e longo prazo em mercado de valor nominal equivalente a mais de EUR 17,1 mil milhões (correspondente a um valor de encaixe próximo de EUR 18 mil milhões, tendo em conta que muitas das emissões de OT foram colocadas acima do par).

Adicionalmente, o programa de financiamento antecipava uma contribuição líquida positiva de EUR 2 mil milhões de produtos de retalho, meta que foi também largamente superada, uma vez que as emissões líquidas de CA e CT se fixaram em perto de EUR 5 mil milhões.

Este excesso de financiamento de emissões de médio e longo prazo face ao previsto<sup>11</sup> permitiu, por um lado abdicar do último desembolso previsto no PAEF (equivalente a cerca de EUR 2,6 mil milhões), e por outro reduzir a exposição a instrumentos de curto prazo (o saldo de BT diminuiu cerca de EUR 2,8 mil milhões) e amortizar antecipadamente OT com prazo de maturidade nos anos mais próximos, procurando assim suavizar o perfil de refinanciamento da dívida.

---

<sup>11</sup> O aumento do financiamento face ao previsto não colocou em causa o cumprimento do limite de acréscimo de endividamento líquido global direto previsto no artº 130.º da lei do OE 2014, que estava fixado em EUR 12.750 milhões. Conforme apresentado no quadro 76 do relatório da Conta Geral do Estado de 2014, o acréscimo de endividamento líquido global direto da administração central fixou-se em EUR 10,9 mil milhões, quase EUR 2 mil milhões abaixo do limite estabelecido.

## 2.2. NECESSIDADES DE FINANCIAMENTO

Em 2014, as necessidades líquidas de financiamento do Estado, apuradas na ótica da contabilidade pública, ascenderam a cerca de EUR 14,3 mil milhões, dos quais EUR 7,1 mil milhões dizem respeito ao défice orçamental do subsetor Estado e EUR 7,6 mil milhões à aquisição líquida de ativos financeiros.

O volume de aquisição líquida de ativos financeiros inclui sobretudo a cobertura de necessidades de financiamento de empresas públicas, no valor de aproximadamente EUR 5,7 mil milhões, e o empréstimo ao Fundo de Resolução, realizado no âmbito da operação de capitalização do Novo Banco, no montante de EUR 3,9 mil milhões, mas foi atenuada por um volume elevado de reembolsos de *CoCos*, num total de EUR 3,3 mil milhões, por parte das entidades bancárias que aumentaram o capital social em 2012 e 2013 com recurso a fundos públicos.

### Quadro 1 – Necessidades e fontes de financiamento do Estado em 2013 e 2014

(EUR milhões)	2013	2014
<b>1. NECESSIDADES LÍQUIDAS DE FINANCIAMENTO</b>	<b>11.148</b>	<b>14.338</b>
Défice orçamental	7.665	7.128
Aquisição líquida de ativos financeiros (exceto privatizações)	3.843	7.594
Reforço da estabilidade financeira	1.100	0
Receita de privatizações (-)	1.459	384
<b>2. AMORTIZAÇÕES E ANULAÇÕES (Dívida Fundada)</b>	<b>34.945</b>	<b>40.808</b>
Certificados de Aforro + Certificados do Tesouro	922	736
Dívida de curto prazo em euros	21.615	23.563
Dívida de médio e longo prazo em euros	13.145	16.148
Dívida em moedas não euro	61	375
Fluxos de capital de <i>swaps</i> (líq.)	-798	-14
<b>3. NECESSIDADES BRUTAS DE FINANCIAMENTO (1. + 2.)</b>	<b>46.093</b>	<b>55.147</b>
<b>4. FONTES DE FINANCIAMENTO</b>	<b>56.090</b>	<b>62.167</b>
Saldo de financiamento de Orçamentos anteriores	9.755	9.994
Emissões de dívida relativas ao Orçamento do ano	46.335	52.173
Emissões de dívida no Período Complementar	0	0
<b>5. SALDO DE FINANCIAMENTO PARA EXERCÍCIOS SEGUINTE (4. - 3.)</b>	<b>9.994</b>	<b>7.025</b>
p.m. 6. Discrepância estatística	-3	5
<b>p.m. EMISSÕES DE DÍVIDA NO ANO CIVIL (Dívida Fundada)</b>	<b>46.335</b>	<b>52.173</b>
Relativas ao Orçamento do ano anterior (Período Complementar)	0	0
Relativas ao Orçamento do ano	46.335	52.173

Fonte: Ministério das Finanças.

As necessidades brutas de financiamento ascenderam a EUR 55,1 mil milhões, incluindo amortizações fundadas de EUR 40,8 mil milhões. O financiamento fundado, por seu turno, situou-se em EUR 52,2 mil milhões, tendo sido totalmente utilizado para satisfação de necessidades orçamentais do próprio ano.

Assim, o saldo de financiamento para exercícios seguintes diminuiu quase EUR 3 mil milhões, ao passar de EUR 10,0 mil milhões no final de 2013 para EUR 7,0 mil milhões no final de 2014.<sup>12</sup>

### 2.3. FINANCIAMENTO EFETUADO

A emissão líquida de dívida em 2014 ascendeu a EUR 11,4 mil milhões. Face ao ano anterior, é de destacar o contributo líquido dos CA e CT, que em 2013 tinham registado um contributo conjunto de cerca de EUR 1.000 milhões e em 2014 tiveram um contributo de quase EUR 5 mil milhões, bem como o das OT (cerca de EUR 0,5 mil milhões), que registaram um contributo líquido positivo pela primeira vez desde 2010. Destaca-se ainda a emissão líquida de uma obrigação em USD ao abrigo do programa *EMTN*, com um montante equivalente a EUR 3,3 mil milhões, que implicou uma emissão líquida de títulos em moeda não euro de EUR 2,9 mil milhões. Adicionalmente, as necessidades líquidas de financiamento foram ainda asseguradas por empréstimos obtidos no âmbito do PAEF, num montante de EUR 5,2 mil milhões (menos EUR 4,8 mil milhões do que em 2013).

O contributo positivo destes instrumentos serviu, não só para financiar as necessidades líquidas de financiamento do Estado, como para cobrir a redução do *stock* de dívida de curto prazo, nomeadamente BT (-2,8 mil milhões) e ECP (-1,3 mil milhões).

#### Quadro 2 – Composição do financiamento em 2014

(EUR milhões)	Emissão	Amortização	Líquido
<b>DÍVIDA EURO</b>	<b>47.141</b>	<b>40.447</b>	<b>6.694</b>
CA - Certificados de Aforro	2.689	715	1.974
CT - Certificados do Tesouro	2.984	20	2.964
CEDIC - Certificados Especiais de Dívida Pública CP	4.436	4.127	309
CEDIM - Certificados Especiais de Dívida Pública MLP	17	12	5
BT - Bilhetes do Tesouro	15.307	18.112	-2.805
OT - taxa fixa	16.647	16.131	516
FEEF	1.251	0	1.251
MEEF	2.187	0	2.187
Outra dívida de curto prazo	0	1.324	-1.324
Outra dívida de médio e longo prazo	1.624	6	1.618
<b>DÍVIDA NÃO EURO</b>	<b>5.032</b>	<b>375</b>	<b>4.657</b>
FMI	1.757	0	1.757
Outra Dívida	3.275	375	2.900
<b>FLUXOS DE CAPITAL DE SWAPS (LÍQ.)</b>		<b>-14</b>	<b>14</b>
<b>TOTAL</b>	<b>52.173</b>	<b>40.808</b>	<b>11.364</b>

Fonte: Ministério das Finanças.

Em seguida são apresentados dados complementares sobre o financiamento em mercado e via PAEF.

<sup>12</sup> O saldo de financiamento orçamental do subsetor Estado para exercícios seguintes difere do saldo de depósitos na Tesouraria Central observado no final do ano (no final de 2014 este último situava-se em EUR 12,4 mil milhões, excluindo o colateral recebido associado a derivados), uma vez que não inclui outras fontes de financiamento não orçamentais, nomeadamente depósitos à ordem de outras entidades públicas na Tesouraria Central.

## Financiamento ao abrigo do PAEF

Em relação ao financiamento via PAEF, o valor nominal dos desembolsos em 2014 foi de aproximadamente EUR 5 mil milhões, apresentando uma maturidade média próxima de 12 anos e a uma taxa média de 2,63%.

### Quadro 3 – Desembolsos obtidos ao abrigo do PAEF em 2014

Entidade	Valor nominal (EUR milhões)	Maturidade média (anos)	Taxa média ponderada (%)	Valor desembolsado (EUR milhões)
FEEF	1.251	24,0	1,86%	1.244
MEEF	2.200	10,0	1,86%	2.182
FMI	1.757	7,2	4,15%	1.748
<b>Total</b>	<b>5.208</b>	<b>12,4</b>	<b>2,63%</b>	<b>5.175</b>

Fonte: IGCP

## Emissões de OT

Dando seguimento ao processo iniciado no final de 2012 de recuperação de acesso aos mercados financeiros internacionais, o IGCP realizou durante o ano de 2014 uma reabertura da OT 4,75% jun 2019 em janeiro, uma reabertura da OT 5,65% fev 2024 em Fevereiro, e a abertura da nova linha a 15 anos OT 3,875% fev 2030 em setembro.

### Quadro 4 – Emissões de OT em 2014 via sindicato

Data	Emissão	Valor nominal (EUR milhões)	Taxa de emissão	Spread vs Bund (pb)	Asset swap spread (pb)
9-jan-14	OT 4,75% jun 2019	3.250	4,66%	362	326
11-fev-14	OT 5,65% fev 2024	3.000	5,11%	351	323
3-set-14	OT 3,875% fev 2030	3.500	3,92%	246	235
<b>Total</b>		<b>9.750</b>	<b>4,53%</b>	<b>317</b>	<b>292</b>

Fonte: IGCP

A 9 de janeiro o IGCP realizou uma reabertura da OT 4,75% jun 2019 no montante de EUR 3,25 mil milhões, na qual a procura excedeu EUR 11 mil milhões através de cerca de 280 ordens, a maior parte vinda de investidores internacionais. O montante emitido foi largamente distribuído por investidores *real money* tendo 61,5% da alocação ficado em *asset managers*. Em termos geográficos, a alocação foi bastante diversificada, sendo o Reino Unido a geografia com maior alocação, aproximadamente 40%.

Um mês depois, o IGCP voltou ao mercado, novamente através da reabertura sindicada de uma linha já existente, desta vez a OT 5,65% fev 2024. Do total de uma procura de cerca de EUR 10 mil milhões, o IGCP colocou EUR 3 mil milhões a uma taxa de 5,11%. Para além da habitual procura de investidores do Reino Unido, esta emissão beneficiou de elevada participação de investidores provenientes de Escandinávia, Benelux e Alemanha/Áustria/Suíça, que no seu conjunto foram alocados com cerca de 32% da emissão.

Já no terceiro trimestre, e após alguma instabilidade nas *yields* portuguesas, o IGCP voltou ao mercado primário, com o lançamento de um novo *benchmark* a 15 anos. A OT 3,875% fev 2030 foi emitida a uma taxa inferior a 4%, num montante total de EUR 3,5 mil milhões. Tal como na emissão de janeiro, salienta-se a participação acima de 13% de seguradoras e fundos de pensões.

#### Quadro 5 – Emissões de OT em 2014 via leilão

Data	Emissão	Leilão competitivo valor nominal (EUR milhões)	Leilão não-competitivo valor nominal (EUR milhões)	Taxa de corte/alocação	Spread vs Bund (pb)	Asset swap spread (pb)
23-abr-14	OT 5,65% fev 2024	750	0	3,59%	206,2	205,2
11-jun-14	OT 5,65% fev 2024	975	0	3,28%	193,5	197,0
8-out-14	OT 4,8% jun 2020	1.000	142	1,86%	162,4	132,2
12-nov-14	OT 5,65% fev 2024	1.200	0	3,18%	245,3	223,2
<b>Total</b>		<b>3.925</b>	<b>142</b>	<b>2,95%</b>	<b>203,8</b>	<b>190,1</b>

Fonte: IGCP

Para além de emissões via sindicato, o IGCP retomou em 2014 o acesso a financiamento via emissão de OT através de leilão. Para esta retoma foi adotado um sistema de leilão de preço único, onde todas as ordens são alocadas à taxa de corte. Desta via resultou um financiamento adicional de cerca de EUR 3 mil milhões com uma maturidade residual de 10 anos e de EUR 975 milhões a 5 anos.

No último trimestre foi ainda realizada uma operação de troca em que o IGCP deu aos investidores a possibilidade de entregar títulos com maturidade de 2015 e 2016 por contrapartida de títulos com maturidades em 2021 e 2023, que ascendeu a um valor nominal de cerca de EUR 1,7 mil milhões.

#### Quadro 6 – Oferta de troca de OT

Data	Título	Posição	Exchange offer YTM	Valor nominal (EUR milhões)	Outstanding final
26-nov-14	OT 3,35% out 2015	Compra	0,27%	240	5.699
26-nov-14	OT 6,4% fev 2016	Compra	0,48%	553	2.947
26-nov-14	OT 4,2% out 2016	Compra	0,53%	955	5.230
				<b>1.749</b>	
26-nov-14	OT 3,85% abr 2021	Emissão	2,16%	943	8.462
26-nov-14	OT 4,95% out 2023	Emissão	2,84%	805	8.033
				<b>1.749</b>	

Fonte: IGCP

As diferentes fontes de financiamento permitiram ao IGCP acumular níveis de liquidez confortáveis e aplicar parte dos mesmos na realização de diversas recompras bilaterais ao longo do ano, com vista à diminuição dos compromissos relativos à amortização de dívida em 2015.

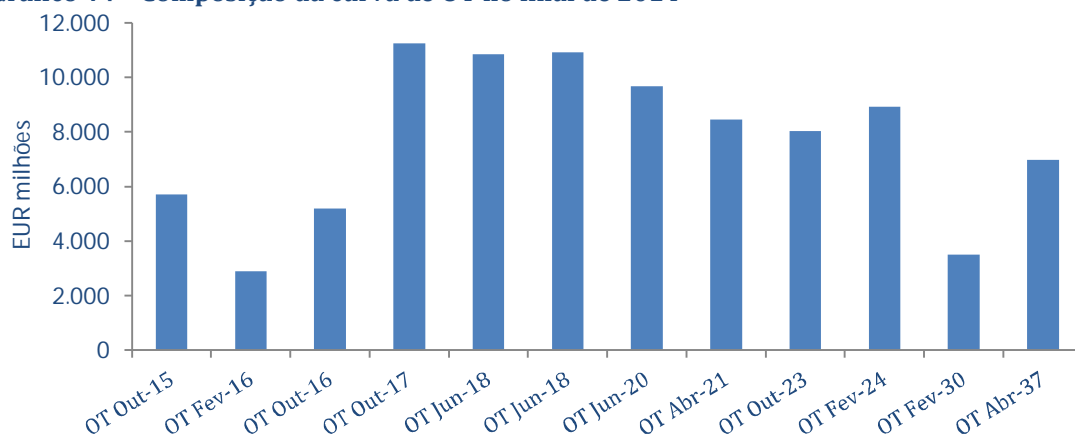
#### Quadro 7 – Recompras de BT e OT em 2014

Título	Valor nominal (EUR milhões)
<b>Recompras de BT</b>	
BT MAI 2014	250
BT JUL 2014	274
BT SET 2014	145
<b>Recompras de OT</b>	
OT 3,6% out 2014	1.138
OT 4,375% jun 2014	228
OT 3,35% out 2015	3.302
OT 6,4% fev 2016	57
OT 4,2% out 2016	30
<b>Total</b>	<b>5.424</b>

Fonte: IGCP

No seguimento destas operações, o saldo das OT vivas no final de 2014 apresentava o seguinte perfil de amortizações:

#### Gráfico 14 – Composição da curva de OT no final de 2014



Fonte: IGCP

#### Programa EMTN

Ao longo do ano de 2014, finalizou-se a atualização do programa EMTN, tendo sido realizada a emissão de uma obrigação em USD a 10 anos num montante total de USD 4,5 mil milhões (equivalente a EUR 3,3 mil milhões) a uma yield de 5,23% (3,65% equivalente em EUR, já que a totalidade do empréstimo foi coberto nos dias subsequentes através de contratos de *swap* cambiais). A procura foi dominada por investidores *real money* norte americanos (86%) e na sua maioria *asset managers* (90%).

#### Emissões de BT

O mercado de BT beneficiou de um ambiente de taxas de juro historicamente baixas levando a que as taxas de emissão fossem sucessivamente mais reduzidas para os prazos comparáveis.

Num ambiente de taxas de juro reduzidas, o IGCP privilegiou o financiamento em prazos mais longos, de modo a estender a duração. Por este motivo, ao longo de 2014 foram emitidos menos cerca de EUR 4 mil milhões brutos de BT que em 2013.

#### Quadro 8 – Taxas dos leilões de BT em 2014 (competitivo)

Mês do leilão	Maturidade			
	3	6	9	12
Janeiro	0,49%			0,87%
Fevereiro	0,46%			0,75%
Março		0,44%		0,60%
Abril			0,49%	0,60%
Maio	0,43%			0,62%
Junho	0,18%			0,36%
Julho		0,24%		0,45%
Agosto	0,10%			0,22%
Setembro	0,05%			0,23%
Outubro	0,11%		0,20%	
Novembro	0,16%			0,32%
Dezembro				0,28%

Fonte: IGCP

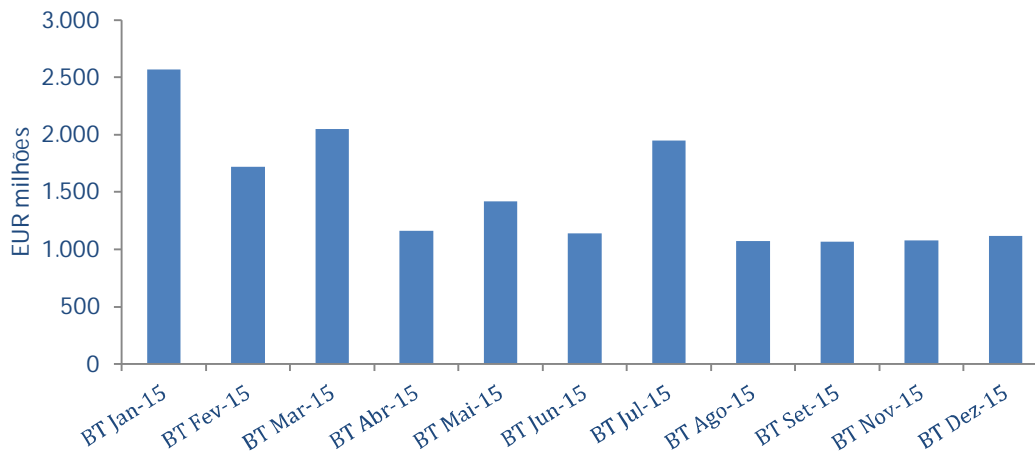
#### Quadro 9 – Montante colocado nos leilões de BT em 2014 (competitivo e não competitivo)

Mês do leilão	Maturidade				Total
	3	6	9	12	
Janeiro	300			1.356	<b>1.656</b>
Fevereiro	320			1.352	<b>1.673</b>
Março		356		1.082	<b>1.439</b>
Abril			342	1.028	<b>1.370</b>
Maio	303			1.280	<b>1.582</b>
Junho	500			1.000	<b>1.500</b>
Julho		483		1.065	<b>1.548</b>
Agosto	211			934	<b>1.145</b>
Setembro	294			931	<b>1.225</b>
Outubro	250		750		<b>1.000</b>
Novembro	231			940	<b>1.170</b>
Dezembro				982	<b>982</b>
<b>Total</b>	<b>2.409</b>	<b>839</b>	<b>1.092</b>	<b>11.949</b>	<b>16.289</b>

Fonte: IGCP

O perfil de dívida de curto prazo no final do ano apresenta-se disperso por várias maturidades. A implementação de uma estratégia de abertura simultânea de 2 linhas (uma até 6 meses e outra até 12 meses), permite manter um programa que possibilita aos investidores o *roll-over* dos seus investimentos sem apresentar excessivos picos de maturidade.

**Gráfico 15 – Composição da curva de BT no final de 2014**



Fonte: IGCP

### **Emissões de CA/CT**

Em 2014, as emissões de CA e de CT constituíram uma das principais fontes de financiamento, superando em larga medida as expectativas iniciais.

A alteração das condições de remuneração dos CA implementadas em 2012, bem como os Certificado do Tesouro Poupança Mais lançados em outubro de 2013, representaram interessantes produtos de investimento para os aforradores. No caso dos CA, a evolução traduziu-se num aumento do saldo de EUR 2 mil milhões. Por sua vez, as subscrições líquidas de CT ascenderam a EUR 3 mil milhões.

Já no início de 2015 foram revistas as condições de remuneração destes produtos, uma vez que as taxas pagas nestes instrumentos se encontravam desfasadas do custo de financiamento via mercado.

### **Emissões de CEDIC/CEDIM**

O saldo vivo de CEDIC e CEDIM apresentou um montante conjunto de cerca de EUR 5 mil milhões no final de 2014 (EUR 4,7 mil milhões no final de 2013), apresentando um contributo para o financiamento positivo de EUR 314 milhões.