

## 2. FINANCIAMENTO DO ESTADO

### 2.1. ESTRATÉGIA DE FINANCIAMENTO

A gestão do financiamento e 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.

Em 2015, as necessidades líquidas de financiamento do Estado, apuradas na ótica da contabilidade pública, ascenderam a EUR 11,8 mil milhões, um pouco acima da previsão inicial apresentada no relatório do OE 2015 (EUR 11,2 mil milhões), uma vez que o aumento decorrente da medida de resolução aplicada ao Banif no final do ano (EUR 2,3 mil milhões) foi em grande medida compensado por um défice orçamental mais baixo (EUR 5,6 mil milhões vs EUR 6,0 mil milhões) e por uma menor aquisição líquida de outros ativos financeiros (EUR 4,0 mil milhões vs EUR 5,2 mil milhões).

#### Quadro 1 – Resumo das necessidades e fontes de financiamento do Estado em 2015

(EUR milhões)	Previsão inicial	Execução
<b>NECESSIDADES BRUTAS DE FINANCIAMENTO</b>	<b>18.393</b>	<b>29.048</b>
Défice orçamental do Estado	6.024	5.606
Capitalização Banif e empréstimo ao Fundo de Resolução	0	2.255
Aquisição líquida de ativos financeiros do Estado	5.208	3.984
Amortizações OT (valor desembolsado; excl operação de troca)	5.699	7.405
Amortizações FMI	558	8.448
Outras amortizações de dívida MLP	904	1.349
<b>FONTES DE FINANCIAMENTO</b>	<b>18.393</b>	<b>29.048</b>
Utilização de depósitos (excl contas margem)	2.293	5.803
Emissões OT (valor de encaixe; excl operação de troca)	13.600	20.280
Emissões líquidas BT (excl títulos detidos pelo FRDP)	0	-677
Emissões líquidas CA/CTPM	2.500	3.622
Outros movimentos na Tesouraria Central do Estado	0	20
<b>Saldo de depósitos no final do ano (excl contas-margem)</b>	<b>10.114</b>	<b>6.604</b>

Ver anexo 1 para uma decomposição mais detalhada e uma comparação entre a ótica de contabilidade pública orçamental e a ótica de tesouraria aqui apresentada.

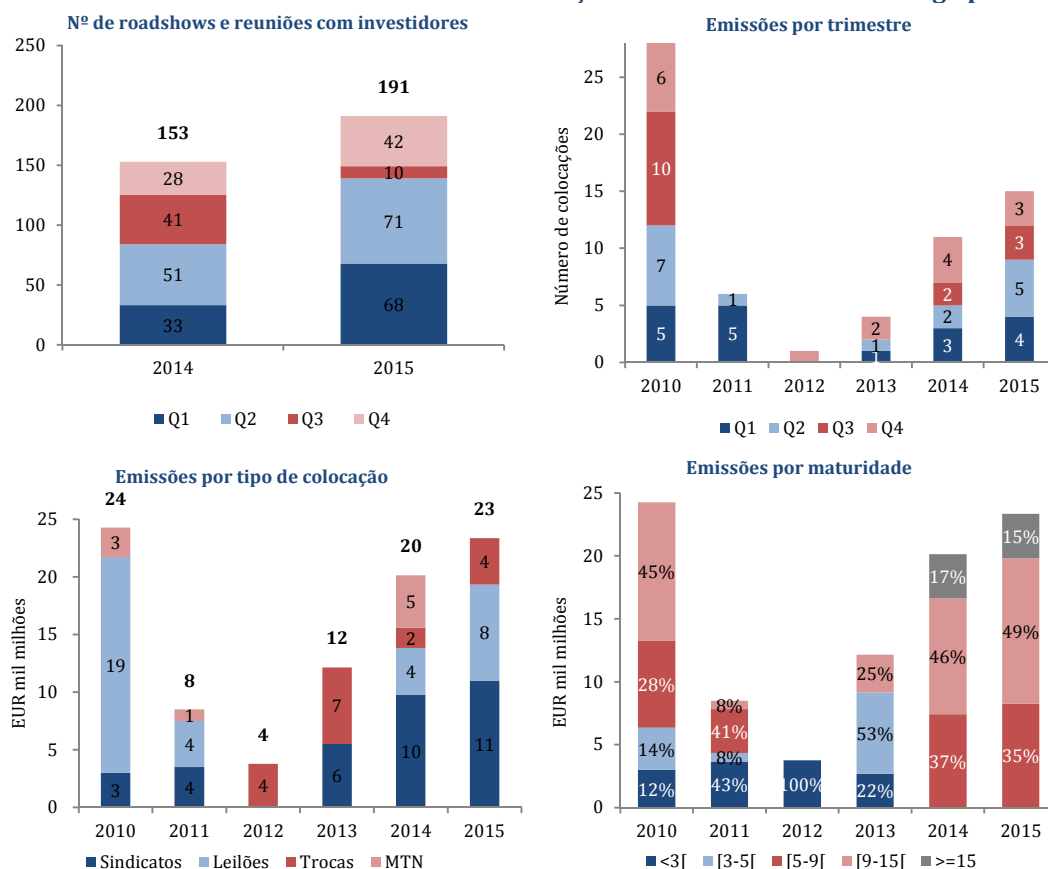
Fonte: IGCP

A estratégia para o ano de 2015 foi delineada no sentido de consolidar o regular regresso ao mercado de dívida pública, recuperar e alargar a base de investidores e mitigar o risco de refinanciamento. Nesse sentido foram realizados diversos *roadshows* e promovidas reuniões com investidores, num leque alargado de regiões e tipos contas (*asset managers*, *real money*, bancos). Durante o ano, foi disponibilizada informação objetiva e regular ao mercado, com os indicadores económicos e financeiros atualizados. É possível verificar que a primeira metade do ano concentrou a maioria de *roadshows* e reuniões, tendo este número praticamente duplicado face ao período homólogo de 2014.

Este esforço permitiu igualmente recuperar o envolvimento de investidores *real money* internacionais, e emitir OT de uma forma regular, através de leilões (o montante colocado por leilão praticamente duplicou face a 2014) e sindicatos, de forma a cobrir as necessidades de financiamento do ano, a pré-financiar parte das necessidades de 2016, e a manter uma almofada de liquidez, que permite flexibilidade na condução do programa de financiamento de acordo com

condições de mercado mais favoráveis. Apesar da existência de alguns períodos de maior volatilidade foi possível em abril, realizar uma operação de troca de dívida, o que contribui para continuar a estender a maturidade da carteira (ver gráfico 7 com as emissões por maturidade residual), e desse modo continuar a suavizar o perfil de amortizações da nossa dívida.

**Gráfico 7 – Contactos com investidores e colocações de dívida de médio e longo prazo**

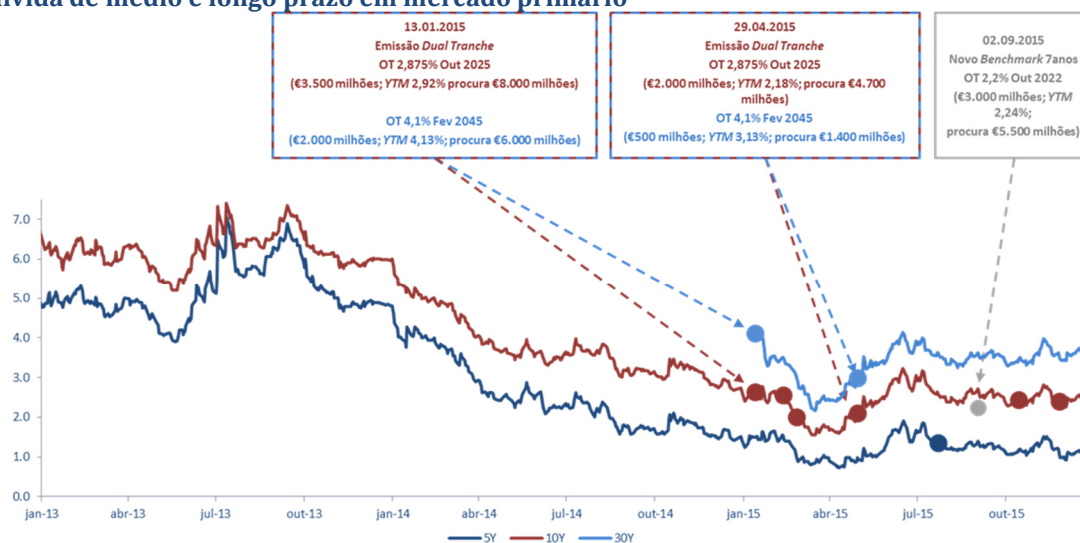


Fonte: IGCP

Aproveitando o aumento da procura de dívida portuguesa, no período pós-PAEF, e as favoráveis condições de mercado no primeiro trimestre do ano, o IGCP decidiu aumentar o volume de emissões de OT face ao previsto no Programa de Financiamento para 2015 (onde se antecipava a possibilidade de emitir entre EUR 12 e 14 mil milhões) para EUR 19 mil milhões (valor nominal), a que acresce um volume de EUR 4 mil milhões de operações de troca. Este aumento<sup>8</sup> permitiu reembolsar antecipadamente parte do empréstimo ao FMI.

<sup>8</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 art.º 132.º da lei do OE 2015, que foi fixado em EUR 10.855 milhões, uma vez que o aumento das emissões brutas de OT serviu no essencial para cobrir um aumento idêntico das amortizações.

**Gráfico 8 – Evolução das taxas de juro em mercado secundário e principais colocações de dívida de médio e longo prazo em mercado primário**



Fonte: IGCP

Assim, em 2015, foram realizadas recompras de dívida através de transações bilaterais, no montante que ascendeu a cerca de EUR 10,2 mil milhões, dos quais EUR 1,9 mil milhões em recompras de OT e EUR 8,4 mil milhões no reembolso antecipado do empréstimo do FMI, operações que para além de proporcionarem uma poupança no montante de juros a pagar permitiram também um alisamento do perfil de amortizações.

É importante salientar que a emissão a 30 anos foi a primeira nessa maturidade desde março de 2006, tendo apresentado níveis de procura bastante elevados, que permitiram ao IGCP cumprir o objetivo de alongar significativamente a maturidade média da dívida.

Em 2015, manteve-se um volume elevado de subscrições líquidas dos instrumentos de dívida de retalho, embora a um ritmo inferior ao observado em 2014. Assim, o programa de financiamento beneficiou de uma contribuição líquida positiva que ascendeu a perto de EUR 3,5 mil milhões de CA e CTPM, acima da previsão inicial de EUR 2,5 mil milhões.

Em resumo, a execução do Programa de Financiamento de 2015, permitiu a prossecução dos objetivos estratégicos de estender a maturidade média da carteira da dívida, de reduzir o risco de refinanciamento, e simultaneamente diminuir o custo de financiamento marginal da República.

## 2.2. MERCADO SECUNDÁRIO

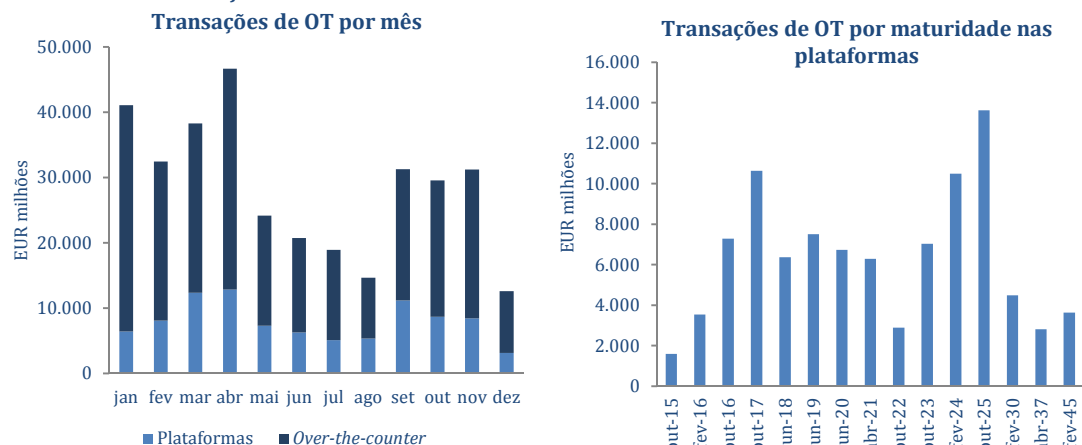
O mercado secundário de OT apresentou elevados níveis de transação, especialmente nos primeiros quatro meses do ano em que foi anunciado o *PSPP* por parte do BCE e iniciada a sua implementação, chegando a atingir-se mais de EUR 45 mil milhões de transações no mês de abril (valores reportados pelas plataformas e pelos OEVT). Contudo, a partir de maio, os volumes de transação reduziram-se bastante, voltando a recuperar após o Verão. Em termos médios foram transacionados diariamente em mercado secundário cerca de EUR 1.350 milhões de OT (um aumento de cerca de EUR 50 milhões face ao valor de 2014). A OT com maior volume registado pelas plataformas foi a OT com maturidade em 2025, o que era de esperar sendo o título de referência a 10 anos e sujeito a várias emissões ao longo do ano e consequentemente mais representativo de maior liquidez.

Um dos fatores determinantes para a atratividade dos títulos de dívida pública pelos investidores, é a sua liquidez. Como tal, e considerando a dimensão do nosso mercado, o IGCP tem procurado

formas alternativas de promover a profundidade e a liquidez do mercado. Em 2015, foi decidido incluir na avaliação global dos OEVT, métricas que visam premiar os bancos que cotem nas plataformas com um montante superior ao mínimo exigido e que apresentem cotações nos dias de maior volatilidade e *bid-offer spreads* mais estreitos.

Face a 2014 foi verificado um aumento do peso do volume transacionado nas plataformas de cerca de 20 para 30% do total das transações reportadas ao IGCP.

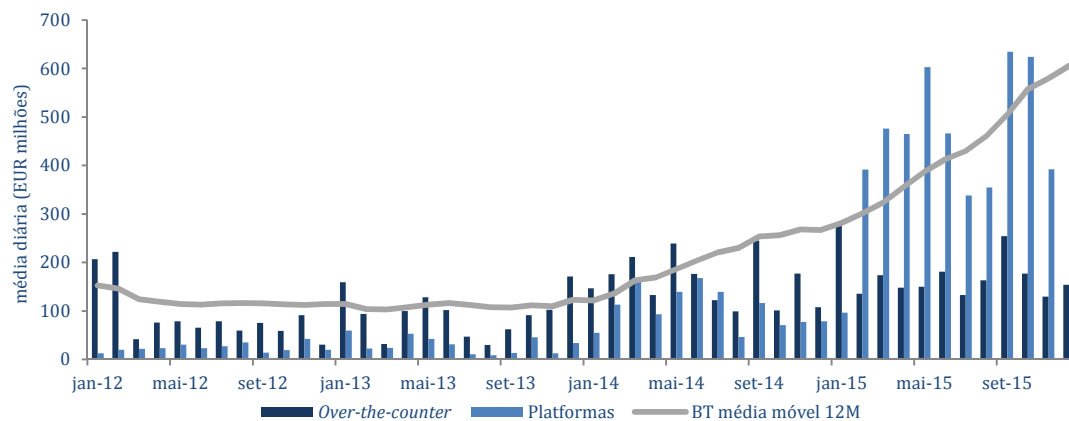
**Gráfico 9 – Transações de OT em 2015**



Fonte: BGC Brokers, BrokerTec, MTS e HRF reports

O mercado secundário de Bilhetes do Tesouro é onde o aumento de liquidez face a 2014 e anos anteriores é mais notório. As transações médias diárias mais do que duplicaram passando de EUR 267 milhões em 2014 para EUR 606 milhões em 2015.

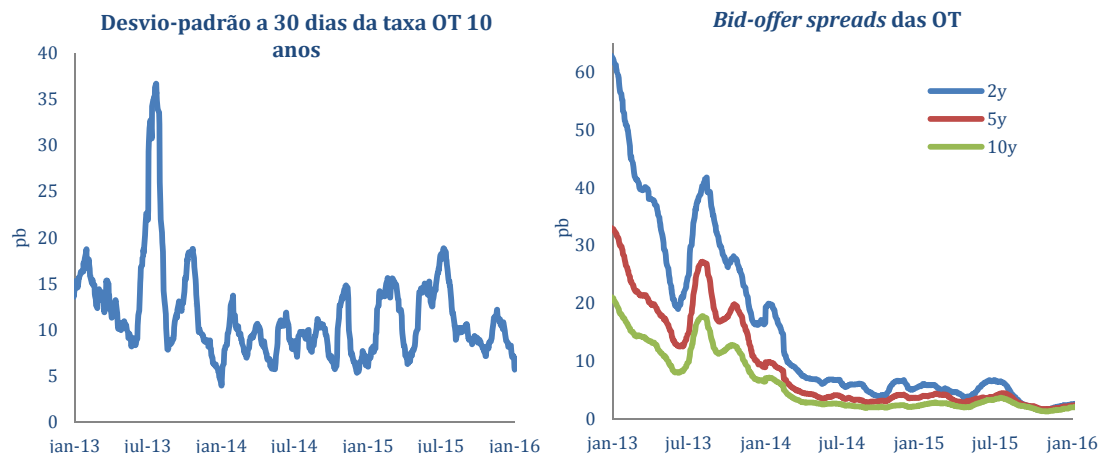
**Gráfico 10 – Transações de BT em 2015**



Terão contribuído para isso as alterações implementadas pelo IGCP quer ao nível do mercado primário (modificação do padrão de maturidade das linhas a emitir aumentando o saldo vivo por linha), quer ao nível da avaliação de desempenho no mercado secundário (onde se passou a premiar os esforços adicionais de cotação dos EBT nas plataformas) bem como fazer refletir o desempenho alcançado pelos EBT até um máximo de 10 pontos na classificação dos OEVT.

No mercado de *repos*, o IGCP realizou 77 operações de BT no valor de EUR 1,2 mil milhões e 7 operações de OT no valor de EUR 146 milhões.

**Gráfico 11 – Indicadores de volatilidade no mercado secundário de OT**



Fonte: Bloomberg e IGCP

O desvio-padrão a trinta dias da taxa de juro da OT a 10 anos oscilou entre 5 e 20pb desde o início de 2015, denotando uma tendência de movimentações mais acentuadas do que em 2014. Os *bid-offer spreads* apresentaram um comportamento estável e em níveis consistentemente inferiores a 10pb convergindo para níveis próximos em todos os prazos.

### 2.3. DÍVIDA DIRETA DO ESTADO E ENCARGOS

Em 31 de dezembro de 2015, o saldo da dívida direta do Estado<sup>9</sup> avaliado ao câmbio de final de período cifrou-se em EUR 226,4 mil milhões (ver quadro 24, no anexo 5), o que representa um aumento de EUR 9,2 mil milhões face ao verificado em 2014. Este acréscimo é justificado pela emissão líquida de dívida no montante de EUR 8,2 mil milhões, e com menor expressão, por variações cambiais desfavoráveis que ascenderam a EUR 2,4 mil milhões, dos quais EUR 1,9 mil milhões relacionados com os empréstimos do FMI. Estes efeitos foram, ainda assim, atenuados pelas mais-valias de emissões de OT, que contribuíram para uma redução do *stock* da dívida em EUR 2,0 mil milhões. Já o valor das menos-valias de emissão e amortização ascendeu a EUR 0,6 mil milhões.

Ao contrário do ocorrido nos últimos anos, a principal fonte de financiamento líquido da República em 2015 deixou de ser os empréstimos obtidos no âmbito do Programa de Ajustamento Económico e Financeiro, tendo mesmo ocorrido uma redução do peso relativo destes instrumentos na composição do *stock* da dívida, de 36,4% em 2014 para 32% no final de 2015, em virtude do pagamento antecipado de parte do empréstimo ao FMI (no montante de DSE 6,6 mil milhões, o equivalente a EUR 8,4 mil milhões<sup>10</sup>).

Assim, em 2015, a principal fonte de financiamento líquido da República foi a emissão de dívida de médio e longo prazo. As emissões brutas de OT fixaram-se em EUR 25,3 mil milhões, traduzindo-se numa emissão líquida positiva de EUR 12,9 mil milhões. Neste sentido o peso das OT no *stock*

<sup>9</sup> A dívida direta do Estado é um conceito que difere da dívida pública compilada pelo Banco de Portugal para efeitos do Procedimento dos Défices Excessivos (dívida de Maastricht, apresentada no gráfico 3) em vários aspetos, entre os quais se destaca: (i) diferenças de delimitação do setor – a dívida direta do Estado inclui apenas a dívida emitida pelo Estado, enquanto na dívida de Maastricht se incluem todas as entidades classificadas, para fins estatísticos, no setor institucional das administrações públicas; (ii) efeitos de consolidação – a dívida direta do Estado reflete apenas os passivos deste subsector, enquanto a dívida de Maastricht é consolidada, isto é, excluem-se os ativos das administrações públicas em passivos emitidos pelas próprias administrações públicas; (iii) capitalização dos certificados de aforro – a dívida direta do Estado inclui a capitalização acumulada dos certificados de aforro, que é excluída da definição de Maastricht.

<sup>10</sup> Cabaz composto por USD, EUR, GBP, e JPY.

---

da dívida aumentou de 42,6% em 2014 para 45,9% em 2015, refletindo o maior aumento relativo face aos outros instrumentos.

O financiamento líquido recebeu também um contributo importante das emissões de retalho, com as subscrições de CA e CTPM a manterem-se elevadas durante o ano de 2015, o que conduziu a um aumento da representatividade destes instrumentos no *stock* de dívida total de 7,9% para 9,2% (ascendendo as emissões líquidas a EUR 3,5 mil milhões no final de 2015).

Já o peso da dívida denominada em moeda não euro (excluindo ajuda externa) diminuiu 0,3pp, para 1,9% em 2015, refletindo a amortização, em março, de um *MTN* em dólares no montante de EUR 0,9 mil milhões.

No que respeita ao *stock* de dívida de curto prazo, verificou-se um aumento de cerca de EUR 1,9 mil milhões em 2015, explicado pela inclusão das contas-margem recebidas no âmbito de operações de derivados para cobertura de risco de taxa de juro e cambial, bem como pelo aumento do *stock* de CEDIC, que mais do que compensaram a redução ocorrida no *stock* de BT (de aproximadamente EUR 1,2 mil milhões). Ainda assim, o peso relativo destes instrumentos de dívida permaneceu relativamente estável, tendo aumentado ligeiramente de 9,5% para 10%.

Após cobertura de derivados, o saldo da dívida direta do Estado registou um acréscimo de EUR 8,2 mil milhões face a 2014, fixando-se em EUR 223,9 mil milhões. Este incremento foi motivado pelo aumento do financiamento líquido e outros movimentos de dívida menos expressivos, acima referidos, tendo sido parcialmente atenuado pela variação favorável do efeito líquido de *swaps* em EUR 1,1 mil milhões.

## **Encargos correntes da dívida**

Em 2015, os encargos correntes da dívida direta do Estado numa ótica de contabilidade pública cifraram-se em EUR 7.105 milhões, dos quais EUR 7.038 milhões correspondem a juros da dívida pública e EUR 67 milhões a outros encargos. Relativamente aos juros recebidos de depósitos e empréstimos concedidos assistiu-se a uma redução de EUR 113 milhões face a 2014, fixando-se em EUR 13 milhões no final de 2015, pelo que os juros e outros encargos líquidos ascenderam a EUR 7.092 milhões (ver quadro 25, no anexo 6).

As OT continuaram a ser o instrumento com maior representatividade no total de juros da dívida, atingindo o montante de EUR 4.087 milhões, um incremento de EUR 123 milhões face ao ano precedente, explicado pelo aumento do saldo deste instrumento nos dois últimos anos, o que pressionou os encargos com juros para os anos seguintes.

Os encargos com os juros dos empréstimos obtidos no âmbito do PAEF ascenderam a EUR 2.119 milhões, um aumento de EUR 110 milhões face a 2014. Este acréscimo foi explicado pelo primeiro pagamento de juros associado à 10<sup>a</sup> tranche do empréstimo do MEEF e pelo aumento dos juros pagos ao FMI<sup>11</sup>.

Considerando a dívida total do Estado, verificou-se um acréscimo dos juros de apenas EUR 22 milhões em 2015, explicado pelo efeito do aumento do *stock* de dívida, que mais do que compensou o efeito de diminuição do preço e do efeito cruzado (ver quadro 26, no anexo 6).

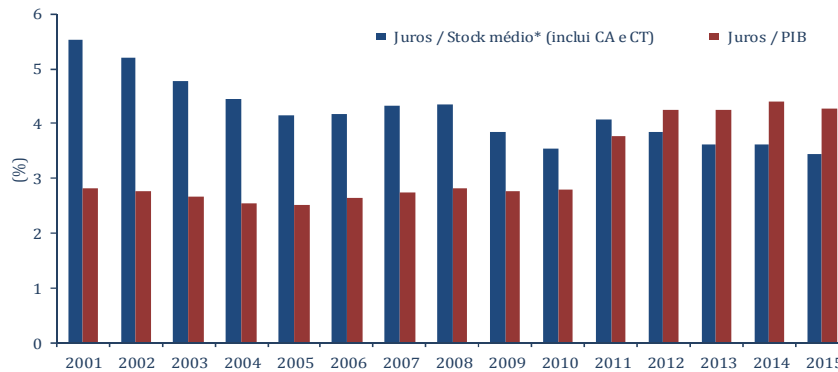
Em 2015, o valor dos juros da dívida direta do Estado numa ótica de Contas Nacionais, registou um acréscimo de 0,3% face a 2014, o que representa uma desaceleração no ritmo de crescimento dos

---

<sup>11</sup> Os juros associados aos empréstimos do FMI registaram um incremento na primeira metade de 2015, explicado pelo aumento do prémio (que entrou em vigor em maio de 2014) e pelo impacto dos desembolsos recebidos em fevereiro e abril de 2014, bem como pelo efeito de depreciação do euro, mas diminuíram no segundo semestre, como reflexo das amortizações realizadas em março e junho de 2015.

juros pagos face ao observado no ano precedente. No entanto, em 2015, ao contrário da tendência observada nos últimos anos, o crescimento do produto mais do que compensou o incremento dos juros, o que permitiu uma redução do rácio dos juros no PIB de 4,4% para 4,3%.

**Gráfico 12 – Evolução dos juros da dívida direta do Estado**  
 (ótica de Contas Nacionais)



Fonte: IGCP

A taxa de juro implícita da dívida direta do Estado, calculada como o rácio entre o valor dos juros pagos durante o ano (avaliado na ótica de Contas Nacionais) e o valor do *stock* médio da dívida, também registou uma redução em 2015, evoluindo de 3,6% para 3,4%.